

UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE COLOMBIA

Gobierno Corporativo en Empresas de Servicios Públicos de Bogotá

Mario Alfonso Vernaza Trujillo

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Bogotá, Colombia

2017

Gobierno Corporativo en Empresas de Servicios Públicos de Bogotá

Mario Alfonso Vernaza Trujillo

Tesis de Maestría presentada como requisito parcial para optar al título de:

Magister en Contabilidad y Finanzas

Director:

Germán Guerrero Chaparro

Línea de investigación:

Contabilidad

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Bogotá, Colombia

2017

Resumen

En el trabajo se realiza la caracterización de los modelos de gobierno corporativo de las empresas prestadoras de servicios públicos de Bogotá. Los modelos de gobierno de las empresas se clasificaron de acuerdo a su orientación, teniendo en cuenta la perspectiva teórica financiera y pluralista o stakeholder. Para esto se hizo uso de una metodología de tipo cualitativo con un enfoque descriptivo. Como resultados se evidenció que el modelo de gobierno de las empresas constituidas como sociedades de economía mixta inscritas como emisores de valores en el mercado público colombiano responden a una orientación de tipo financiera, y la constituida como empresa industrial y comercial del estado a una orientación de tipo stakeholder. Para las empresas de orientación financiera la estructura de los mecanismos de gobierno busca garantizar los derechos de los accionistas y mitigar el riesgo de la incidencia política, mientras las de tipo stakeholder se centra en los derechos de todas las partes interesadas.

Palabras clave: Gobierno corporativo, valor accionarial, stakeholder, empresas prestadoras de servicios públicos

Abstract

The characterization of the models of corporate governance of the companies providing public services in Bogotá was carried out. The governance models of the companies were classified according to their orientation, taking into account the theoretical financial perspective and pluralist or stakeholder. For this, a qualitative methodology was used with a descriptive approach. The results showed that the governance model of companies incorporated as mixed-economy companies registered as issuers of securities in the Colombian public market responds to a financial orientation, and that established as an industrial and commercial enterprise of the state to an orientation of Stakeholder type. For financially oriented companies, the structure of governance mechanisms seeks to ensure the rights of shareholders and mitigate the risk of political incidence, while the stakeholder type focuses on the rights of all stakeholders.

Keywords: Corporate governance, shareholder value, stakeholders, public utilities

Contenido

Introducción	8
1. Marco teórico.....	9
1.1. Modelos de Gobierno Corporativo	15
1.2. Gobierno Corporativa en Empresas Prestadoras de Servicios Públicos	17
2. Metodología.....	19
3. Caracterización de los modelos de Gobierno Corporativo de las empresas prestadoras de servicios públicos.....	20
3.1. Características del Gobierno Corporativo de las Empresas Prestadoras de Servicios Públicos en Bogotá	20
3.1.1. Marco legal de las EPSPD con participación estatal en Colombia	20
3.1.2. Gobierno corporativo entidades de propiedad estatal en Colombia	21
3.1.3. Documento CONPES 3384	24
3.1.4. Modelo Código de mejores prácticas Corporativas - Colombia	24
3.1.5. Modelo de gobierno corporativo EPSPD de acuerdo a su naturaleza.....	25
3.2. Modelos de Gobierno Corporativo Empresas Prestadoras de Servicios Públicos de Bogotá	29
3.2.1. Modelo de Gobierno Corporativo Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P. 29	
3.2.2. Modelo de gobierno corporativo Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P.....	32
3.2.3. Modelo de gobierno corporativo Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá E.S.P.....	35
4. Implicaciones de la orientación del modelo corporativo de las EPSPD de Bogotá	37
4.1. Implicaciones gobierno corporativo orientación financiera	38
4.2. Implicaciones gobierno corporativo orientación stakeholder	41
5. Conclusiones.....	42
Referencias bibliográficas	44

Lista de tablas

Tabla 1 Comparación entre modelos de Gobierno Corporativo.....	9
Tabla 2 Mecanismos de Gobierno Corporativo	13
Tabla 3 Críticas a las perspectivas de Gobierno Corporativo	14
Tabla 4. Resumen de los principales modelos de gobierno corporativo	16
Tabla 5 Marco legal empresas prestadoras de servicios públicos domiciliarios	21
Tabla 6 Características marco legal de gobierno corporativo entidades de propiedad estatal	23
Tabla 7 Gobierno Corporativo Empresas Prestadoras de Servicios Públicos CONPES...	24
Tabla 8 Código de mejores prácticas gobierno corporativo en Colombia	24
Tabla 9 Modelos de gobierno corporativo EPSPD de acuerdo a su naturaleza jurídica ...	28
Tabla 10 Modelo de gobierno corporativo Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P	30
Tabla 11 Modelo de gobierno corporativo Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P	33
Tabla 12 Modelo de gobierno corporativo Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá E.S.P.	35
Tabla 13 ROE EPSPD SEM	40
Tabla 14 Mediciones de desempeño ambiental y transparencia	41
Tabla 15 Funciones Órganos de Gobierno EEB	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 16 Funciones Órganos de Gobierno ETB.....	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 17 Funciones Órganos de Gobierno EAAB	¡Error! Marcador no definido.

Lista de abreviaturas

Abreviaturas

Abreviatura	Término
GC	Gobierno Corporativo
EPE	Empresa de propiedad estatal
EPSPD	Empresas prestadora de servicios públicos domiciliarios

Introducción

El objetivo de este trabajo es realizar una caracterización de los modelos de Gobierno Corporativo (GC) de las Empresas Prestadoras de Servicios Públicos (EPSPD) de Bogotá, para identificar si estos responden a una orientación financiera o una de tipo pluralista o stakeholder¹, y exponer las implicaciones que de ello se derivan en términos económicos y sociales para la ciudad. Se parte de la premisa de que elementos tales como el marco legal en el que se desenvuelven las empresas, la naturaleza jurídica bajo la cual están constituidas y su estructura de propiedad, inciden en la orientación de su modelo de GC. En este sentido, si la empresa está constituida como empresa oficial, se espera que su modelo de GC sea de orientación stakeholder; y si la empresa está constituida como sociedad de economía mixta con participación de privados, que responda en mayor medida a una orientación financiera.

Para la caracterización propuesta se partió de la taxonomía de GC propuesta por Letza, Xiuping y Kirkbride (2004), quienes presenta cuatro grandes modelos, clasificados en las dos perspectivas dominantes. Los modelos de orientación financiera son, **el modelo principal agente y el modelo de mercado miope**, en los que el objetivo del GC está ligado a la obtención de aumentar el valor de la empresa en el tiempo. Por su parte, los modelos de orientación pluralista son, **el modelo de abuso del poder gerencial y el modelo stakeholder**, en los que se busca maximizar el bienestar de todas partes interesadas.

Con base en la taxonomía de Letza et al (2004), se definieron las variables y atributos que permitieron clasificar el modelo de GC de cada una de las empresas estudiadas en una de las dos perspectivas propuestas. Para llevar a cabo la clasificación se tuvieron en cuenta los modelos de gobierno corporativo planteados en el Documento Conpes 3384 y la Circular 028 de 2014.

Finalmente, se revisaron algunas de las implicaciones teóricas de la selección del modelo de GC sobre las EPSPD de Bogotá, contrastando los resultados financieros, sociales y ambientales, de estas organizaciones en el tiempo reciente, y analizando la relación de éstas con el Distrito Capital.

El documento está estructurado de la siguiente forma: en capítulo I se presenta el marco teórico del trabajo; el capítulo II se expone la metodología utilizada; en el capítulo III está el desarrollo y el capítulo IV se presentan las conclusiones.

¹ Los grupos de interés de una empresa son todos aquellos que pueden afectar o ser afectados de forma significativa por la consecución de los logros empresariales (Freeman, 1984).

1. Marco teórico

El Gobierno Corporativo ha sido abordado principalmente desde dos perspectivas a saber: una de corte financiero, centrada en el problema de agencia; y otra que propone una mirada más amplia, al incluir las relaciones entre los diferentes stakeholders de una empresa (Tirole, 2006). En la **Tabla 1**, se presentan los elementos teóricos que ayudan a definir cada modelo.

Tabla 1 Comparación entre modelos de Gobierno Corporativo

Elemento teórico	Modelo financiero o accionarial	Modelo pluralista o stakeholder
Propiedad y mercados	Instituciones naturales	Construcciones sociales
Naturaleza de la empresa	Ficción legal	Coalición de intereses
Contratos	Sobre todo explícitos	Explícitos e implícitos
Comportamiento personal	Oportunista y doloso	Valora la confianza y coopera
Inversiones específicas	Accionistas	Diversos partícipes
Importancia de los recursos	Sólo instrumentos	Críticos para sobrevivir
Partícipes sujetos a riesgos	Accionistas	Diversos partícipes
Clave del gobierno corporativo	Problema de agencia	Compromiso de los partícipes
Objetivo de la empresa	Crear valor para los accionistas	Crear riqueza neta total
Función de los directivos	Agentes de los accionistas	Fiduciarios de los partícipes
Funcionamiento del mercado	Sin efectos externos apreciables	Efectos externos relevantes
Criterios para asignar recursos	Eficiencia	Eficiencia y equidad

Fuente: Valor Accionarial y Orientación Stakeholder. Fernández, J. M. R (2006). Papeles de Economía Española No. 108. Pág 15.

La concepción financiera parte de la visión de la firma como un nexo de contratos, en el que priman las relaciones de la empresa con los accionistas, a quienes les otorga el derecho de controlar de forma exclusiva a la administración para que ésta se enfoque en la creación de valor para ellos (Fernández, J. M. R 2006). Por su parte, la concepción stakeholder considera a la firma como una organización, que mediante una determinada actividad busca satisfacer necesidades de diferentes partes interesadas, de las cuales depende para sobrevivir (Fernández, J. M. R. 2006).

La visión financiera se sustenta en la hipótesis de eficiencia de los mercados para la asignación de recursos, considerando que estos son instituciones naturales en medio de las relaciones humanas. También, recalca que la empresa es una ficción legal que permite a sus socios alcanzar el objetivo de conseguir rendimientos sobre su inversión. Es importante considerar que en la empresa hay una serie de inversiones realizadas por diferentes actores y que el papel de los contratos explícitos es precisamente garantizar que cada parte reciba lo que merece de acuerdo a la inversión que realiza y al riesgo que asume, aunque dada la dificultad de tener contratos perfectos, la distribución se hace ex-ante y puede resultar no ser la más adecuada. Esta postura, argumenta que el mayor riesgo lo asumen los accionistas al delegar el uso de su capital a terceros y al tener que enfrentarse a un ambiente de información incompleta y asimétrica frente a la gerencia, siendo esta

la razón para exigir que los derechos de control residual recaigan sobre este grupo en particular (Zingales, 2000; Fernández, J. M. R. 2006).

El problema del mundo corporativo desde la visión ortodoxa es el de determinar el camino a seguir para obtener la menor pérdida de valor social posible, para lo cual se propone que la empresa debe tener un único objetivo, que es el de maximizar su valor en el tiempo, garantizando una retribución justa para los accionistas e inversores (Jensen, 2010).

La visión pluralista o stakeholder, no considera que los mercados sean una institución natural, sino el resultado de relaciones entre personas y por lo tanto una construcción social legitimada por los actores que le dan vida. Acá la empresa existe por los diversos partícipes que intervienen y hacen inversiones específicas que son fundamentales para que ésta pueda cumplir con sus objetivos (De Woot, 1968, cp. Crowther & Aras, 2010). Por este motivo, propone que es necesario que se dé el entorno adecuado para la generación de relaciones de cooperación que son reforzadas por la confianza que se desarrolla entre las partes que conforman la empresa. Desde este punto de vista, el riesgo de la inversión realizada por un determinado partícipe depende de su especificidad; entre más específica sea la inversión, mayor es el riesgo que asume quien la realiza. Se resalta también la importancia de los activos intangibles que provienen de esas inversiones y que se desarrollan dentro de la empresa como resultado de su relacionamiento (Zingales, 2000; Fernández, J. M. R. 2006). La empresa entonces, más que una serie de activos que la componen, es el resultado de las relaciones que se forjan entre el capital humano y el capital físico, las cuales contribuyen a generar un nuevo conocimiento, que hace a cada entidad particular y le permite maximizar su capacidad de generar valor para las partes interesadas.

Otra forma de ver presentar el problema, radica en el reconocimiento de la empresa como una entidad aparte de sus accionistas, con un interés que es el de su propio bienestar y supervivencia en el tiempo (Biondi, 2012). En este escenario la empresa es reconocida como una persona legal sujeta de derechos y deberes, que tiene unos objetivos propios e independientes de los de sus partes interesadas, lo que implica que debería establecerse mecanismos adecuados para su relación con ellas.

El GC, entonces de forma amplia, se ha definido como el mecanismo por medio del cual se espera conseguir que la administración lleve a cabo sus actividades teniendo en cuenta los intereses de los diferentes grupos de interés de una empresa. En general, el problema al cual se enfrenta el GC se presenta desde el punto de vista ortodoxo, analizado por medio de la teoría de la agencia, en la cual la esencia radica en la separación entre la administración y la financiación de una empresa o, en términos más estándar, la propiedad y el control (Shleifer and Vishny, 1997).

La visión financiera dice que la separación entre propiedad y control deriva en un beneficio claro, que es poder contar con el servicio de una administración profesional y especializada (Denis, 2001) cp. (Crowther & Aras, 2010). Pero de la

misma forma, indica que existe un problema, y es el riesgo que deben asumir los dueños del capital de que la administración trabaje en busca de su propio beneficio, dejando de lado su responsabilidad fiduciaria frente a los propietarios. Por lo tanto, existen una serie de conflictos de interés entre aquellos que poseen la propiedad y los que poseen el control de una empresa.

Para Denis (2001) cp. (Crowther & Aras, 2010), los conflictos de interés que se generan son:

- La elusión de responsabilidades por parte de la administración.
- Las gratificaciones que la administración puede atribuirse.
- El deseo de los administradores por mantenerse a pesar de un pobre desempeño.
- El deseo de la administración de incrementar su poder.
- Aversión a los riesgos de administración.
- Mal uso del flujo de caja disponible.

Estos conflictos dan pie a la existencia de costos de agencia que deben ser asumidos por ambas partes, controladores y propietarios. Jensen y Meckling (1976) incluyeron entre los costos de agencia de esta relación los siguientes:

- Costos incurridos por el agente para vincularse con el principal.
- Costos asumidos por el principal para monitorear la labor del agente.
- La pérdida de valor residual que es resultado de los comportamientos no maximizadores de valor de la empresa por parte del agente.

Alchian y Demsetz (1972) cp. (Crowther & Aras, 2010), encontraron que los comportamientos oportunistas por parte de la administración son consecuencia, en gran medida, de la dificultad y el alto costo de llevar a cabo un monitoreo de sus labores, lo cual se agrava cuando nos encontramos en presencia de empresas cuya propiedad es dispersa.

Monks y Minow (1995) cp. (Crowther & Aras, 2010) exponen que en las grandes corporaciones modernas no tiene sentido considerar a un solo agente como el propietario, debido al gran número de estos que existen en este tipo de organizaciones. Así mismo, Berle y Means (1932) ya habían expuesto que el gran número de acciones privaba a los tenedores de títulos del poder de la propiedad. La consecuencia que se deriva de lo anterior es que se corre el riesgo de que ninguno de los propietarios tenga los incentivos suficientes o la habilidad para monitorear a la administración, en lo que comúnmente se conoce como el *problema del polizón* (en inglés *Free Rider Problem*).

La existencia del *problema del polizón* brinda a la administración un margen de maniobra y aumenta el riesgo para la presencia de comportamientos oportunistas en este tipo de empresas (Crowther & Aras, 2010).

Sin embargo, de acuerdo a Lefort (2003) que cita el trabajo de La Porta, López de Silanes y Shleifer (1999), la caracterización anterior sólo aplica de manera general

a las empresas establecidas en los Estados Unidos y el Reino Unido, existiendo en realidad una variedad de estructuras de propiedad que en gran medida responden al entorno legal en el cual las empresas se desenvuelven.

Cuando la propiedad no se encuentra altamente dispersa entre múltiples propietarios, y más bien existe una alta concentración que favorece a algunos de ellos, se cae en el riesgo de que se presenten conflictos de interés entre aquellos que tienen una alta participación en la propiedad y los que cuentan con poca (Gutiérrez y Pombo, 2005).

De acuerdo a Gutiérrez y Pombo (2005), entre los problemas de agencia que se identifican para las empresas que presentan una estructura de propiedad altamente concentrada tenemos los siguientes:

- Transferencia de los recursos de la empresa a los propietarios controladores.
- Venta de activos y contratos con ventajas para grandes accionistas.
- Compensaciones excesivas a los ejecutivos.
- Garantías sobre préstamos.
- Los propietarios controladores pueden aumentar su participación en la empresa por medio de operaciones que no permiten la participación de los accionistas minoritarios.

Así mismo, existen una serie de beneficios que se derivan de la concentración de la propiedad en una empresa, tales como la reducción en los costos de transacción, mejores oportunidades para acceder a crédito en mercados de capitales ilíquidos y reducción en los costos de diversificar y similares (Crowther & Aras, 2010).

Desde la perspectiva ortodoxa se identifican dos grandes riesgos para las empresas asociados al GC. El primero de estos riesgos es la no maximización de valor y flujo de caja residual; y el segundo hace referencia a la distribución no proporcional de beneficios entre los diferentes participantes (Cuellar Boada, 2010).

Para lidiar con los comportamientos oportunistas de la administración, los estudios recientes y la práctica corporativa habitual es la conformación de Juntas Directivas con miembros independientes, incentivos vía remuneración para la alta gerencia, la acción correctiva del mercado por el control corporativo, una mayor vigilancia por parte de los gobiernos y el incremento de la propiedad en manos de inversionistas institucionales (Tirole, 2006; Crowther & Aras, 2010; Huson, Parrino y Starks, 2001). La **Tabla 2** resume estos mecanismos.

La discusión sobre el GC se amplía al incluir a otros grupos de interés y otorgarles derechos sobre la propiedad (Tirole, 2006). Para Crowther & Aras (2010), el GC puede ser considerado como el ambiente de honestidad, ética, valores morales y confianza, generado por todos los afectados por la empresa y que permite su relacionamiento.

Desde que el GC ha sido altamente influenciado por el desempeño financiero de la empresa, éstas han tenido que conocer sus principios y la forma en que estos

contribuyen a mejorar la estrategia corporativa (Crowther & Aras, 2010). Los principios de un buen GC son cuatro a saber:

- Transparencia
- Rendición de cuentas
- Responsabilidad
- Equidad

Para Crowther & Aras (2010) estos cuatro principios se encuentran relacionados con la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) de una empresa. En ese escenario el GC estaría centrado en contribuir a la consecución de un balance entre los objetivos económicos y sociales de una empresa, esto es la generación de valor para los propietarios y la satisfacción de los intereses de los demás stakeholders.

La orientación de tipo stakeholder no niega la existencia de comportamientos oportunistas a nivel gerencial, pero sí considera que es necesario reivindicar el papel de la confianza en las relaciones humanas, ya que ésta ha sido fundamental para el desarrollo de la vida en sociedad y constituye parte de los activos intangibles que se generan al interior de una organización (Gómez, (1995); Bidault, (1998) cp. Crowther & Aras, 2010).

Tabla 2 Mecanismos de Gobierno Corporativo

Mecanismos de Gobierno perspectiva financiera	Mecanismos de Gobierno perspectiva stakeholder
Incentivos monetarios e implícitos. Los incentivos monetarios se plantean como paquetes de compensación que buscan incentivar a la gerencia a obtener el objetivo de maximizar el valor de la empresa en el tiempo. Las compensaciones suelen estar basadas en acciones y en primas por la obtención de metas. (Tirole, 2006, Murphy, 2013; Jensen, 2004; Bebchuk and Fried, 2003, 2004).	Incentivos monetarios. Se propende por remunerar a la gerencia sobre una base fija, dada la dificultad de contar con una herramienta que permita medir el bienestar que la empresa ha generado a todas sus partes interesadas y para evitar que ésta actúe principalmente en pro de los intereses de los accionistas e inversores. (Tirole, 2006).
Junta Directiva. Las Juntas cuentan con representación de los accionistas e inversores. El deber ser de la Junta Directiva es el de monitorear y controlar a la gerencia, con el fin de que esta última dirija sus esfuerzos de acuerdo a los intereses de los accionistas e inversionistas. Para cumplir esta finalidad se considera fundamental el papel de los directores independientes. (Crowther & Aras, 2010; Adams, Hermlin and Weisbach, 2008; Tirole, 2006, Yermack, 1996).	Junta Directiva. Se propone que las Juntas directivas cuenten con miembros que representen los intereses de todos los stakeholders. También se propone la creación de comités o grupos de mejora temporales, para evitar que los representantes de grupos de interés diferentes a los accionistas, pierdan su afiliación original. (Ruíz De Aguirre & Retolaza, 2012). También se propone un grado de poder mayor para los directores independientes, con respecto a los ejecutivos.
Activismo de los inversores. La participación activa de los inversores institucionales, como agentes encargados de monitorear y controlar a la gerencia. Es factible, siempre y cuando el objetivo de la inversión no sea de corto plazo. (Shleifer y Vishny, 1986; Ruíz de Aguirre &	Ética de los negocios. Se considera que este es un factor fundamental para el buen relacionamiento de todas las partes interesadas, ya que contribuye a la generación de un clima de confianza óptimo para el desarrollo de las actividades de las empresas (Letza, et al, 2004)

Retolaza, 2012; Crowther & Aras, 2010; Tirole, 2006).	
Takeovers. Se dice que contribuyen como mecanismo de gobierno al evitar que una administración continúe gastando excesos de liquidez en proyectos que no representan réditos sobre la inversión de los accionistas. (Tirole, 2006)	Cambios en los estatutos corporativos. Se propone que la responsabilidad principal de los miembros de la junta directiva y la alta gerencia es el compromiso con el bienestar de la entidad, por encima de cualquier interés particular de alguno de sus stakeholders (Letza et al, 2004).
Deuda corporativa. Retira liquidez de la empresa, evitando que se consuma en proyectos que no generen beneficios en términos financieros, genera disciplina y autocontrol por parte de la administración, y busca garantizar un mejor desempeño financiero. (Jensen, 1986; Tirole, 2006)	Asociaciones de largo plazo con stakeholders. Relaciones de largo plazo con sus grupos de interés, basadas en la confianza y la ética, con el fin de que la empresa pueda mantener, afianzar y potenciar su capital relacional (Letza et al, 2004).

Fuente: elaboración propia

Mientras que bajo el paradigma dominante en GC la solución de los conflictos se da por medio de la dominación y el compromiso de las partes, generando inconformidad para alguna de ellas y cerrando las posibilidades de diálogo, en la visión democrática se busca garantizar la participación de todos los afectados (Crowther & Aras, 2010).

Esta visión de GC que la incluye dentro de la RSC ha identificado una serie de problemas que se pueden derivar de la aplicación y puesta en marcha de su perspectiva. Los más relevantes son:

- La administración responde principalmente a los intereses de aquellos stakeholders con mayor poder de afectación sobre la empresa.
- La RSC es una actividad voluntaria por parte de las empresas.
- Hay una brecha entre la aceptación de los reclamos y la toma de medidas por parte de las empresas para mitigar su afectación sobre los diferentes stakeholders.

La **Tabla 3** presenta algunas de las críticas más relevantes a cada perspectiva.

Tabla 3 Críticas a las perspectivas de Gobierno Corporativo

Críticas a la perspectiva stakeholder (Tirole, 2006)	Críticas a la perspectiva financiera (Clarke, 2013)
<ol style="list-style-type: none"> 1. Otorgar derechos de control a quienes no han realizado inversión en términos financieros, puede desalentar a los inversionistas a poner su capital en una empresa. 2. Al compartir el control entre los propietarios y los demás grupos de interés, no se tendría convergencia de intereses, generando dificultades en los procesos de toma de decisiones. 3. El desempeño de la administración puede excusarse en el hecho de que debe cumplir múltiples tareas, orientadas a satisfacer las necesidades 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Simplifica en exceso la compleja realidad financiera y del mundo e los negocios. 2. De forma dañina insiste en la necesidad de definir un único objetivo corporativo de maximizar valor para los accionistas. 3. Desconoce las motivaciones no financieras de la gerencia. 4. Ignora la diversidad de los tipos de inversores y sus objetivos. 5. Sus consecuencias debilitan a los administradores, las corporaciones y por último a la economía en general.

de diferentes partes, generando un ambiente propicio para comportamientos oportunistas.	6. Incentiva los comportamientos oportunistas y por ende los resultados de su aplicación son contrarios a lo que pretende.
4. Se pone en el primer plano la RSC, la cual se considera de facto un impuesto sobre la actividad productiva.	

Fuente: elaboración propia

1.1. Modelos de Gobierno Corporativo

Para determinar la orientación del modelo de GC se tuvo en cuenta la taxonomía de Letza, Xiuping y Kirkbride (2004). De acuerdo a ésta se tienen cuatro modelos divididos entre las dos perspectivas. Los modelos de orientación financiera son el “**modelo principal agente**” y el “**modelo del mercado miope**”, mientras que los modelos de orientación pluralista o stakeholder son el “**modelo del abuso del poder gerencial**” y el “**modelo stakeholder**” (Ver Tabla 4). De acuerdo a estos autores, las variables que permiten distinguir cada modelo son las siguientes:

- La estructura de gobierno
- el objetivo de la empresa,
- el problema de gobierno y su causa, y
- los mecanismos de solución al problema de GC.

Los dos primeros modelos se consideran dentro de la perspectiva financiera de gobierno corporativo, ya que asumen que el objetivo de las corporaciones debe ser maximizar el bienestar de los propietarios. Sin embargo, difieren en su acercamiento y definición del problema de gobierno. En el **modelo Principal Agente**, el problema de gobierno es precisamente el de agencia, que se deriva de la separación del control y la propiedad en las corporaciones. Este modelo propone que la solución al problema de gobierno está principalmente en el mecanismo externo de mercado, tanto de factores como por el control corporativo. Sus mecanismos de solución se basan en remover las restricciones del mercado por el control corporativo y el de factores, fortalecer el sistema de incentivos para la gerencia y los directores, el establecimiento de códigos de buen gobierno y la selección de directores no ejecutivos para la Junta Directiva.

El modelo del **Mercado Miope**, considera que el problema de gobierno corporativo es la concentración excesiva de la gerencia en obtener un resultado favorable en cuanto al valor de mercado de la empresa en el corto plazo, ya que no concuerda con la visión de que los mercados son eficientes. Por este motivo, se centra en mecanismos internos de gobierno y fundamentalmente en la generación de relaciones de largo plazo con los propietarios y otros grupos de interés. Por lo tanto, propone que se debe incrementar la lealtad y participación de los propietarios, reducir las facilidades de salida de este grupo, fortalecer las relaciones con inversionistas institucionales y otros grupos de interés para conseguir asociaciones de largo plazo.

Del otro lado tenemos las visiones que se encuadran dentro la perspectiva stakeholder. El modelo del **Abuso del Poder Gerencial** y el modelo **Stakeholder**. En el modelo del Abuso del Poder Gerencial, se parte de la premisa de que el

objetivo de las corporaciones es servir a sus propios intereses. El problema de gobierno, entonces, es el del excesivo poder decisonal que poseen la gerencia administrativa, el cual puede derivar en comportamientos oportunistas en contra de los intereses de la entidad. En este modelo se considera que los mecanismos de mercado y la autorregulación son ineficientes e inadecuados. Por lo tanto, propone que la solución está en empoderar a los directores no ejecutivos, con el fin de lograr un mayor control sobre la gerencia administrativa. Sus mecanismos de solución son cambiar los estatutos de las corporaciones en cuanto a la responsabilidad de la Junta directiva frente a los socios por una principalmente en interés de la corporación; periodos fijos para el gerente general y los directores; nominación independiente de directores no ejecutivos y mayor poder para estos en las Juntas Directivas.

El modelo **Stakeholder**, considera que las corporaciones deben servir a los intereses de un grupo más amplio de partes interesadas y no sólo a los propietarios. Por lo tanto, el problema de gobierno corporativo para este modelo es la falta de participación de la que adolecen los grupos de interés frente a las decisiones de la corporación. Para dar solución a este problema, lo que se plantea es que se debe dar participación a las partes interesadas, tales como los empleados, proveedores, comunidad en general, por medio de representación en las Juntas Directivas, creación de comités especializados, o establecimiento de espacios de diálogo apropiados, y que sus intereses sean tenidos en cuenta en las decisiones estratégicas de la entidad.

Tabla 4. Resumen de los principales modelos de gobierno corporativo

Característica	Modelo principal agente	Modelo del mercado miope	Modelo del abuso del poder gerencial	Modelo stakeholder
Propósito de la compañía	Maximizar el bienestar de los accionistas	Maximizar el bienestar de los accionistas	Maximizar el bienestar de la compañía como un todo	Maximizar el bienestar de los stakeholders
Problema de Gobierno	Problema de agencia	Preocupación excesiva con el valor de mercado en el corto plazo	Abuso del poder gerencial, para satisfacer sus propios intereses	Ausencia de involucramiento de los stakeholders
Característica principal	La Estructura de gobierno: Asamblea General de Socios, Junta Directiva y Gerencia General. Objetivo, garantizar los derechos de los accionistas		Participación de los stakeholders en la toma de decisiones, asociaciones contractuales de largo plazo entre la corporación y sus stakeholders, relaciones basadas en la confianza y la ética de los negocios	
Propuesta basada en	Eficiencia del mercado	Fortalecimiento de relaciones de largo plazo con los accionistas	La gerencia como agente fiduciario	Eficiencia social de la economía
Mecanismos de Solución	Remover restricciones sobre el mercado	Incrementar la lealtad y participación de los accionistas	Cambios en los estatutos de gobierno, estableciendo la como principal responsabilidad de los	Relaciones basadas en la confianza y contratos de largo plazo entre la firma y sus stakeholders

directores su deber con la corporación						
Fortalecer sistemas incentivos	los de	Reducir facilidades salida de accionistas	las de los	Periodos fijos de cuatro años para los Presidentes Gerentes	Cooperación entre firmas	
Introducción códigos gobierno voluntarios	de de	Fomentar relación inversión	la de	Nominación independiente directores	Participación de los empleados	
Seleccionar directores ejecutivos	no	Potenciar grupos con ofertas de largo plazo	los	Mayor poder para los directores ejecutivos	Ética de los negocios	

Fuente: Letza, S., Sun, X., & Kirkbride, J. (2004). *Shareholding versus stakeholding: a critical review of corporate governance. Corporate governance: an international review* (p. 246).

1.2. Gobierno Corporativa en Empresas Prestadoras de Servicios Públicos

El problema de GC en las EPSPD es de particular interés por el tipo de servicios que prestan, debido a la importancia que tienen para la sociedad al considerarlos claves para impulsar el desarrollo económico y social, y también por su relación con el gobierno, siendo en muchas oportunidades utilizadas como vehículos de políticas públicas orientadas en favor de grupos sociales determinados (Cuellar Boada, 2010, p. 16), y de esta forma contribuir a corregir fallas del mercado.

Autores como Shleifer and Vishny (1997) consideran que las empresas de propiedad estatal son un claro ejemplo de derechos de control concentrado, ya estos son ejercidos por burócratas que no tienen derechos significativos sobre los flujos de caja que éstas generan, debido a que en realidad estos recaen sobre todos los contribuyentes.

Otra característica de las EPSPD es que su panorama ha cambiado con el tiempo, pasando de ser empresas con objetivos ligados a una función social y de desarrollo económico a empresas con objetivos comerciales claros, en las que muchas veces el factor político aún está presente, sobre todo cuando existe una alta participación en la propiedad por parte del estado (Martinez, Jamison, & Tilmar, 2013). Así mismo, dada la naturaleza de los servicios que prestan, la evaluación de la gestión de la administración se lleva a cabo teniendo en cuenta la efectividad con la cual han realizado su labor y la concreción de ciertos objetivos sociales (Martinez, Jamison, & Tilmar, 2013).

Lo anterior implica que los modelos de GC de las EPSPD deben contar con mecanismos que permitan satisfacer las necesidades e intereses de sus stakeholders y al mismo tiempo disminuir los efectos negativos de una regulación excesiva sobre los objetivos corporativos del ente económico (Martinez, Jamison, & Tilmar, 2013). Sin embargo, curiosamente, también se ha considerado que la existencia de múltiples stakeholders y la obligación de satisfacerles es la principal

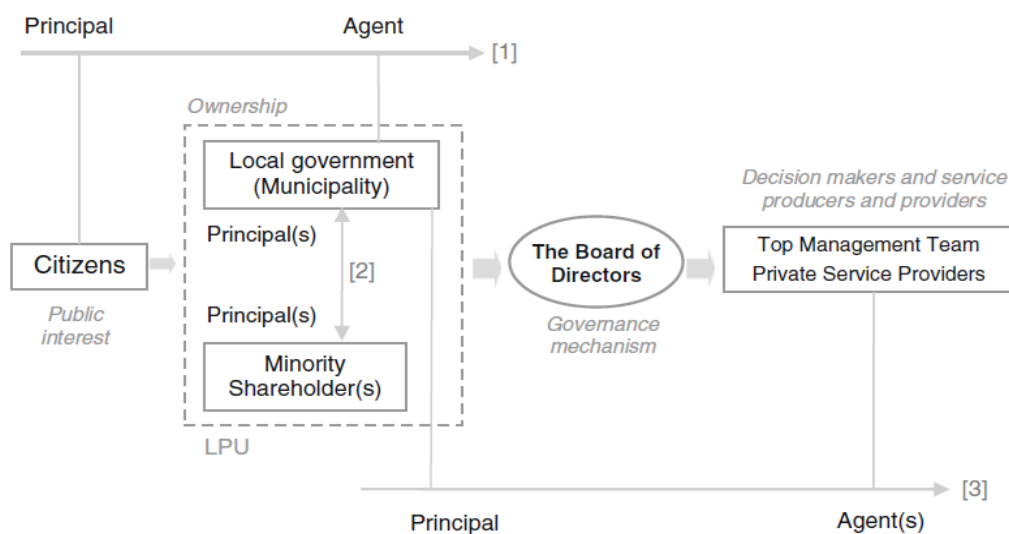
fuente de conflictos de interés en el seno de estas empresas (Penfold, Oneto y Rodríguez, 2015).

En general, las investigaciones sobre GC en EPSPD se han centrado en estudiar la influencia de la participación del estado en la estructura de propiedad, la politización de las Juntas Directivas, el rol de los ciudadanos y otros grupos de interés, y la incidencia que la privatización de estas empresas ha tenido sobre su desempeño financiero (Calabro, Torchia y Ranalli, 2013; Gnan, Hinna, Monteduro y Scarozza, 2013).

Estas investigaciones parten del problema de agencia en estas empresas, y lo plantean a varios niveles (**Ver ilustración I**). En el primer nivel está la relación entre la ciudadanía (principales) y los gobiernos locales (agentes), en la cual los gobiernos deben actuar y tomar decisiones que beneficien a quienes les han delegado el poder decisional, lo que depende en gran medida del flujo de información que exista y que efectivamente se le permita a la ciudadanía ejercer un verdadero control social (Calabro, A. 2011; Penfold, Oneto y Rodríguez, 2015).

En el segundo nivel está la relación entre los propietarios (privados y estatales) y la administración encargada de gestionar los recursos de la EPSPD, aunque también la consideración de que en este tipo de empresas se está ante agentes sin principal, lo que facilita la presencia de comportamientos oportunistas por parte de la Gerencia o de su representante de propiedad (Penfold, Oneto y Rodríguez, 2015).

Ilustración 1. Problema de agencia empresas de propiedad estatal



Nota. Fuente: Calabro, A., Torchia, M., & Ranalli, F. (2011), Ownership and control in local public utilities (p. 41)

Penfold et al (2015) enfatizan que las empresas de propiedad estatal son difíciles de administrar por la existencia de múltiples stakeholders relevantes que deben ser satisfechos, y especialmente la necesidad de maximizar el impacto social y obtener rendimientos financieros. Por esto, insisten en la necesidad de que los objetivos de la empresa deben ser claramente definidos en sus documentos de constitución, lo

que favorece la labor de la administración y la Junta Directiva, al dar una orientación clara para su toma de decisiones.

Estos autores también sostienen que es necesario garantizar la independencia de los miembros de la Junta Directiva, con el fin de evitar la incidencia política en la toma de decisiones. Esto se consigue con la formulación de mecanismos de selección robustos para los miembros de la Junta, en los que se establezcan criterios mínimos de cualificación para los candidatos, tales como formación y experiencia mínima. Es importante señalar que en este caso la independencia de los miembros de la Junta Directiva y la responsabilidad del Gerente General no está ligada a la obtención de rendimientos financieros o metas sociales de forma explícita, sino por el contrario al objetivo definido en los documentos de constitución.

Penfold et al (2015) sostienen que otro mecanismo que puede ser de ayuda para mejorar la eficiencia y productividad de las EPSPD es la participación de accionistas privados, que cumplirían un rol trascendental en el monitoreo de las funciones encargadas a directores y al Gerente General. Al optar por esta posibilidad, se debe tener claro que la empresa deberá incorporar políticas de trato equitativo a todos sus accionistas y garantizar un rendimiento mínimo a su inversión.

Para Penfold et al (2015), lo importante es garantizar que la incidencia política no afecte a la empresa hasta el punto de comprometer su existencia en el tiempo, al exigirle u obligarla a gastar más recursos de los que puede para cumplir con metas sociales planteadas por los gobiernos de turno.

Calabro (2011) resalta que en este tipo de empresas la estructura de propiedad afecta la composición y funcionamiento de las juntas directivas, ya que el poder de los gobiernos locales no pasa desapercibido cuando poseen una participación mayoritaria en la propiedad de la EPSPD. Por esta razón, en el caso concreto de las EPSPD con participación estatal resulta que un mayor número de directores independientes no garantiza la independencia de la Junta Directiva, debido a que siempre está el riesgo de que exista filiación política de los directores que ha sido elegidos por la autoridad local (Calabro, A. 2011).

Todo lo anterior implica que el GC de las EPSPD debe incluir características de los cuatro modelos teóricos que se han tenido en cuenta para esta investigación. Sin embargo, también se observa que las empresas pueden manifestar preferencia por una orientación financiera o pluralista, y con ello determinar cuál será su problema de GC y los mecanismos de solución adecuados para lidiar con éste.

2. Metodología

La investigación se desarrolla por haciendo uso de una método cualitativo con un enfoque de tipo de descriptivo en el que se pretende identificar las características de los modelos de gobierno corporativo de un grupo específico de tres empresas que comparten dos características esenciales: la primera es ser empresas

prestadoras de servicios públicos domiciliarios y la segunda es estar inscritas en el Registro Nacional de Valores como emisores.

Para llevar a cabo la caracterización del modelo de gobierno corporativo de las EPSPD de Bogotá D.C., se partirá de las características teóricas que definen cada perspectiva: el propósito de la empresa, el problema de gobierno y su causa, y los mecanismos de solución propuestos. También se tuvieron en cuenta los trabajos de Langebeak y Ortiz (2007), Da Silva y Leal (2005), el Toolkit de Gobierno Corporativo para Empresas del Estado del Banco Mundial y el Índice de Transparencia de Gobierno Corporativo del Banco de Desarrollo de América Latina (Penfold, Oneto y Rodríguez, 2007)

1. Revisión del marco legal y normativo aplicable a las EPSPD en Colombia
2. Revisión de la propuesta de modelo de gobierno para EPSPD estipulada en el documento CONPES 3384.
3. Revisión de la propuesta de modelo de gobierno corporativo de la circular 028 de la Superintendencia Financiera de Colombia para entidades que se encuentran registradas en Registro Nacional de Valores como emisores.
4. Determinar las características relevantes del gobierno corporativo para las EPSPD de acuerdo a su naturaleza jurídica, teniendo en cuenta los modelos anteriores y las propuestas teóricas abordadas.
5. Revisión y análisis del modelo de gobierno corporativo de las EPSPD de Bogotá. Para esto se recolectará información de los códigos de buen gobierno, estatutos sociales, página web corporativa e informes de gestión.

3. Caracterización de los modelos de Gobierno Corporativo de las empresas prestadoras de servicios públicos

3.1. Características del Gobierno Corporativo de las Empresas Prestadoras de Servicios Públicos en Bogotá

3.1.1. Marco legal de las EPSPD con participación estatal en Colombia

La **Tabla 5** resume el marco legal aplicable para el gobierno corporativo en las empresas prestadoras de servicios públicos con participación estatal en Colombia. En ella se observa que la potestad de crear o autorizar una EPSPD en Colombia recae sobre el Estado y que en las décadas recientes se ha hecho un esfuerzo importante por dar independencia financiera y administrativa a las entidades encargadas de la prestación de los servicios públicos en el país. Así mismo, se ha incentivado la participación de actores privados en su propiedad, como un elemento de control y apoyo frente a prácticas que deriven en corrupción por parte de las entidades de gobierno que ejercen la propiedad y el control. Esto también ha implicado la necesidad de que se proteja e incentive la participación de estos actores, por medio de una legislación que favorece y protege sus intereses. En los casos en los cuales no hay participación de privados la Ley garantiza la

independencia administrativa y financiera, y cuando la entidad participe como emisor de títulos de deuda en el mercado público de valores debe cumplir con las medidas de protección al inversionista que se establecen por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.

El marco legal para estas empresas, también les exige mantener una relación abierta al diálogo con sus partes interesadas, y de igual forma garantiza a los ciudadanos el derecho y la capacidad de contar con representantes en las Juntas Directivas de las EPSPD de su zona de habitación.

Tabla 5 Marco legal empresas prestadoras de servicios públicos domiciliarios

Referencia normativa	Descripción
Constitución política de Colombia	Art. 106. Los habitantes de un territorio pueden elegir representantes en las Juntas Directivas de las EPSPD. Art. 150, asigna la tarea al Congreso de crear o autorizarla creación de una EPSPD Art. 315. Establece que los alcaldes son libres de escoger y remover a los administradores o directores de las instituciones y compañías públicas.
Ley 222 de 1995	Normas en la misma línea de principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).
Ley 964 de 2005	Seguridad de los mercados financieros y protección a los accionistas minoritarios.
Ley 489 de 1998	Establece la estructura general del Estado y estipula la autonomía administrativa de las empresas del Estado.
Ley 142 de 1994	Régimen de servicios públicos domiciliarios.
Código de Comercio	Marco general para las compañías comerciales y regula la estructura de las compañías por acciones.
Resolución 275 de 2001 Superintendencia de Valores	Adopción voluntaria de códigos de buen gobierno por los emisores que cuenten entre sus inversionistas a fondos de pensiones.
Circular 028 de 2007 y 028 de 2014 Superintendencia Financiera	Obliga a las entidades bajo su supervisión a adoptar el código nacional de gobierno corporativo

Fuente: elaboración propia con base en la regulación para las empresas prestadoras de servicios públicos en Colombia

3.1.2. Gobierno corporativo entidades de propiedad estatal en Colombia

La CAF en su documento “Gobierno Corporativo en América Latina; Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal”, nos presenta de manera general las características que presentan las Empresas de Propiedad Estatal (EPE) en América Latina, de donde extraemos la siguiente descripción.

Se encontró que la mayoría de las Empresas Estatales habían adoptado una forma jurídica empresarial. Además, las EPE tienen una responsabilidad limitada, son regidas por el derecho corporativo y cuentan con formalidades propias del mismo

(por ejemplo: Junta de Accionistas, Juntas Directivas, etc). Adicionalmente en algunos casos cuentan con privilegios y trato fiscal especial (Bernal, Oneto, Penfold, Schneider, & Wilcox, 2012).

Las Juntas Directivas se componen principalmente por funcionarios públicos y no se cuenta con una práctica generalizada de directores independientes. En aproximadamente un tercio de las EPE de América Latina los perfiles para el nombramiento de los miembros de la Junta Directiva son específicos. En cuanto a la remuneración, no se considera equiparable a la del sector privado y además los niveles salariales de los empleados son altos al comparar con lo percibido por los directores. Por último, es común la costumbre de Juntas Directivas Ad-Honorem (Bernal et al., 2012)

En la mayoría de los casos se han adoptado directrices meritocráticas para definir los altos ejecutivos y el personal de la empresa. Sin embargo, aún se observa en un alto número de casos nombramientos políticos discrecionales, especialmente para decidir los miembros de la Junta Directiva (Bernal et al., 2012).

La comunicación de las EPE con las partes interesadas se ha facilitado, en gran medida gracias al desarrollo de sitios web corporativos. En ellos las EPE revelan la información acerca de su estructura de GC, informes anuales, información financiera y lo relacionado con procesos de contratación. Así mismo cada vez se hace más generalizada la práctica de contratar auditores externos privados que certifiquen sus estados financieros (Bernal et al., 2012).

Las EPE están obligadas a presentar los objetivos y el rol público que llevan a cabo. Sin embargo, algunos Estados aún no han dejado claro, o no han comunicado, los objetivos económicos, políticos y sociales que están a cargo de las EPE (Bernal et al., 2012). Cuando se tienen claros los objetivos que persigue la EPE, el Estado pasa a determinar cuál es la estructura de propiedad más adecuada para llevar a cabo su consecución (Bernal et al., 2012). Las estructuras de propiedad más comunes en las EPE de América Latina, según el informe son:

- 100% propiedad del Estado.
- Propiedad compartida con inversores privados a través de asociaciones público-privadas.
- Empresas listadas en los mercados de capitales locales e internacionales.

En la **Tabla 6** se resume las prácticas de gobierno corporativo que se han instaurado para las entidades de propiedad estatal en Colombia. En esa tabla se puede observar que las empresas prestadoras de servicios públicos no cuentan con prerrogativas del Estado. También se resalta el rol de los directores independientes en la Junta directiva y en sus comités, así como la necesidad de establecer mecanismos de selección de directores en los que se avale la necesidad de contar con la formación, experiencia y comportamiento requerido para evitar la politización de la empresa y mitigar el riesgo de corrupción. Esto aplica para las empresas de propiedad estatal que se encuentra inscritas en el Registro Nacional de Valores, y está claramente asociado a una visión financiera del gobierno corporativo.

Cabe destacar que para las entidades de propiedad estatal que prestan servicios públicos domiciliarios, es mandatorio contar con procesos de consulta y participación con grupos de interés. Esta obligación se asocia con una visión stakeholder de gobierno corporativo.

Tabla 6 Características marco legal de gobierno corporativo entidades de propiedad estatal

Característica	Aplicación
La regulación separa la función del Estado como regulado y propietario	Sí
Es mandatorio que las empresas del Estado no puedan gozar de prerrogativas estatales frente al sector privado	Sí
Las empresas del estado se agrupan bajo diferentes formas jurídicas	Sí, se pueden constituir como Sociedades de Economía Mixta y Empresas Comerciales e Industriales del Estado
La política del Estado como propietario recae en organismos técnicos	Sí, en manos del Departamento Nacional de Planeación, quien emite directrices para establecer la política de gobierno corporativo por medio del documento CONPES 3384
Existen normas que regulan el procedimiento para la elección de directores	Sí
Las empresas con participación del Estado se encuentran sometidas a la supervisión y vigilancia de organismos estatales de control	Sí
Existen disposiciones específicas que obliguen a las entidades con participación estatal a tomar medidas para impedir abusos en contra de sus accionistas minoritarios	No
Es obligatoria la interacción y procesos de consultas con grupos de interés	Sí, para todas las empresas que prestan servicios públicos domiciliarios
Existe obligación legal de adoptar un código de ética	No, pero es una práctica común observada
La normativa societaria ha establecido un régimen claro de derechos y deberes de los directores aplicable a todas las Entidades con participación estatal	Sí
Existe obligación legal de contar con directores independientes	No, sólo las empresas que están inscritas en Registro Nacional de Valores deben cumplir con una cuota de 25% de directores independientes.
Existe obligación legal de que las juntas directivas cuenten con representantes de los empleados	No
Existe obligación legal de constituir comités especializados en el seno de la junta directiva	No, esto sólo aplica a las empresas que se encuentren reguladas por la Ley del Mercado de Valores o el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero

Fuente: elaboración propia, con base en la normativa de gobierno corporativo en entidades propiedad del Estado

3.1.3. Documento CONPES 3384

El documento CONPES 3384 (Consejo Nacional de Política Económica y Social) define una orientación práctica de cómo debería ser el gobierno corporativo de las EPSPD en Colombia. Las prácticas aquí propuestas se consideran recomendaciones a tener presentes por parte de las EPSPD, respetando la autonomía de la que gozan por Ley. Como se puede observar, en este modelo de gobierno corporativo se encuentran prácticas que buscan garantizar los derechos y deberes de los accionistas, pero también se resalta la necesidad de tener una buena relación con las otras partes interesadas de la empresa. Prácticas de gobierno corporativo, como medio para reforzar el trato equitativo de los accionistas minoritarios y generar confianza en los grupos de interés. Los principios relacionados en el documento son i) derecho y tratamiento equitativo de los accionistas; ii) responsabilidad hacia los grupos de interés; iii) comunicación y transparencia de la información; iv) fortalecimiento de la junta directiva.

Tabla 7 Gobierno Corporativo Empresas Prestadoras de Servicios Públicos CONPES

Política propuesta	Descripción
Política para el desarrollo de herramientas que contribuyan a la sostenibilidad de prácticas de gobierno corporativo	1. Gestión de la información
	2. Prevención y manejo de conflictos de interés
	3. Interacción con grupos de interés
	4. Gestión de riesgos y control interno
Política para fortalecer las principales instancias de gobierno de las empresas	1. Accionistas
	2. Junta directiva

Fuente: elaboración propia basado en Documento CONPES 3384

3.1.4. Modelo Código de mejores prácticas Corporativas - Colombia

En el código de mejores prácticas corporativas de Colombia, se presenta el modelo de gobierno propuesto para las entidades emisoras de valores, sin que ello implique que no sea posible su aplicación o adaptación a entidades que no pertenezcan a este grupo. Este modelo aplica para las EPSPD que actúen como emisoras de valores. El código propone una serie de medidas (41 en total) con relación a: i) Asamblea General de Accionistas; ii) Junta Directiva; iii) Revelación de información financiera y no financiera; y iv) Solución de controversias. La orientación de este modelo es netamente financiera.

Tabla 8 Código de mejores prácticas gobierno corporativo en Colombia

Aspecto de gobierno	Medidas relacionadas con
Asamblea General de Accionistas	i) Convocatoria
	ii) Celebración
	iii) Aprobación de operaciones relevantes
	iv) Derechos y trato equitativo de los accionistas
Junta Directiva	i) Tamaño, conformación y funcionamiento
	ii) Deberes y derechos del miembro de la Junta Directiva

Información Financiera y no financiera	iii)	Funciones de la Junta Directiva
	i)	Solicitudes de información
	ii)	Información al mercado
	iii)	Revisor Fiscal

Fuente: elaboración propia código de mejores prácticas de gobierno corporativo Superintendencia Financiera de Colombia.

3.1.5. Modelo de gobierno corporativo EPSPD de acuerdo a su naturaleza

De acuerdo con la revisión de literatura realizada y conforme a la regulación y normatividad aplicable al gobierno corporativo de las EPSPD en Colombia, se proponen catorce variables clave de un modelo de gobierno corporativo. Estas variables se contrastan con la realidad de las EPSPD constituidas como SEM y EICD, que emiten títulos en el mercado de valores de Colombia. Las catorce variables seleccionadas fueron:

- Propósito de la empresa
- Estructura de propiedad
- Estructura de gobierno
- Emisor en el mercado de valores
- Derechos de los accionistas e inversionistas
- Conformación de la Junta Directiva
- Grupos de interés representados en la Junta Directiva
- Conformación de comités especializados en la Junta Directiva
- Participación mayoritaria de directores independientes en los comités de la Junta Directiva
- Incentivos monetarios
- Involucramiento de los stakeholders
- Tipo de información divulgada
- Restricciones al nivel de control de la gerencia sobre los recursos de la entidad
- Código de ética

De estas catorce características, las que definen la orientación del modelo de gobierno corporativo son **la naturaleza jurídica, su estructura de propiedad, su carácter de EPSPD y su participación en el mercado de valores como emisor**. Es así como, la naturaleza jurídica define si la empresa puede contar en su estructura de propiedad con capitales privados o está restringida a capital público y con ello ayuda a delimitar el propósito de la empresa; la estructura de propiedad abierta a capitales privados exige que los accionistas minoritarios cuenten con voz y voto en las decisiones que los afecten directamente; el carácter de EPSPD obliga a contar con mecanismos de participación para sus stakeholders; y el participar como emisor en el mercado de valores, obliga a la empresa a contar con una estructura de gobierno que garantice la protección de los inversionistas.

Propósito de la empresa: el propósito de la empresa puede ser el de maximizar el bienestar de los accionistas, en cuyo caso sería de orientación financiera; o el de maximizar el bienestar de la empresa, como entidad aparte de sus accionistas, y

sus stakeholders, en cuyo caso sería de orientación stakeholder. Las SEM deben garantizar a sus accionistas el aumentar el valor de su inversión en el tiempo, mientras que, en el caso de las EICE, esta presión es reemplazada por mantener la seguridad financiera de la entidad, de manera que pueda ser sostenible en el tiempo y cumpla con su razón de ser.

Estructura de propiedad: en este aspecto se tiene en cuenta si la empresa cuenta con participación de inversionistas privados o si es completamente del Estado. En el primer caso, al contar con accionistas privados, se deben garantizar que debe haber un rendimiento de su inversión en la empresa. En el segundo caso, la empresa no debe garantizar un rendimiento sobre la inversión, pero sí responder ante los intereses de la entidad de gobierno que la controla. La estructura de propiedad también permite identificar si existen problemas de agencia entre accionistas mayoritarios, generalmente el Estado, y accionistas minoritarios; o si existe un problema de agencia a nivel de estado-propietario y gerencia general de la EPSPD.

Estructura de gobierno: la clásica estructura de gobierno que consta de una Asamblea General de Accionistas, Junta Directiva y Gerencia General, cumple con las condiciones de poder garantizar a los accionistas su control sobre la alta gerencia, de forma que ésta trabaje para satisfacer sus intereses. Una estructura que eliminé la figura de la Asamblea de Accionistas y le dé un mayor protagonismo a la Junta Directiva en el control de la entidad, resulta más favorable para garantizar la satisfacción de los intereses de todos los grupos de interés. En las SEM la estructura de gobierno debe responder a una como la primera, que garantice los derechos de participación de los accionistas. En las EICE, que pertenecen a una sola entidad de gobierno, no existe la figura de la Asamblea de Accionistas.

La empresa está registrada en el Registro Nacional de Valores como Emisor: el participar en el mercado de valores como emisor, obliga a las EPSPD a contar con ciertas medidas que garanticen la protección de los accionistas e inversionistas.

Derecho de los accionistas e inversionistas: los mecanismos ideados para garantizar los derechos de propiedad sobre una entidad, buscan fortalecer la relación y el compromiso de los accionistas con la empresa. De igual forma, las garantías sobre su inversión que se otorgan a los demás inversores, buscan fortalecer la relación con estos actores y forjar asociaciones de largo plazo. Desde la visión stakeholder, los accionistas e inversionistas también son un grupo de stakeholders y, por lo tanto, un modelo de gobierno que garantice unos derechos mínimos a sus intereses en la compañía, no riñe necesariamente con esta postura teórica. Para las EPSPD que están inscritas en el Registro Nacional de Valores esta es una exigencia normativa.

Conformación de la Junta Directiva: en la visión financiera de gobierno corporativo se insiste en la necesidad de contar con directores independientes en la Junta Directiva, ya que esto contribuye a que se realice una evaluación más objetiva del desempeño de la gerencia. Los directores independientes contribuyen a generar confianza inversionista. Desde la visión stakeholder los directores independientes

también son fundamentales para controlar a la alta gerencia y encausarla hacia los objetivos corporativos mayores. En este aspecto la diferencia radica en qué tipo de intereses representan los directores. Contar con directores independientes es una exigencia para las EPSPD que cotizan en Bolsa.

Grupos de interés con representación en la Junta Directiva: en las SEM se garantiza la representación de los accionistas en la Junta Directiva. Esto concuerda con la visión financiera de gobierno, en la cual los directores tienen responsabilidad, principalmente, con este grupo. Por su parte, en los modelos de corte stakeholder, se pone de manifiesto la necesidad de que los diferentes grupos de interés de una empresa cuenten con alguien en la Junta Directiva que represente sus intereses. En las EICE, existe la posibilidad de que algunos directores representen los intereses de los stakeholders.

Mayoría de directores independientes en los comités de la Junta Directiva: por cuestiones de control sobre la alta gerencia, esta característica espreciada en ambas visiones de gobierno corporativo. Para las SEM y las EICE esta también es una demanda normativa del mercado de valores.

Involucramiento de los stakeholders: teóricamente en ambas perspectivas se debe contar con mecanismos adecuados de relacionamiento con todas las partes interesadas de una empresa. En la visión financiera como parte de la teoría stakeholder ilustrada, se estaría contribuyendo al objetivo único empresarial de generar mayor valor para los accionistas. Por su parte, en la visión stakeholder este asunto es la piedra angular de esa perspectiva. El contar con espacios de diálogo y mecanismos de participación con sus stakeholders es una obligación de las EPSPD, sin importar su naturaleza jurídica.

Incentivos monetarios: la remuneración a los miembros de la Junta Directiva y del Presidente o Gerente General, busca alinear los intereses de estos con los de los propietarios. Por esta razón se plantean incentivos que estén atados al cumplimiento de metas u objetivos de la empresa. La regulación en Colombia permite este tipo de incentivos en las EPSP con participación del Estado, y define que los mismos deben tener en cuenta la generación de utilidades y aumento de cobertura en el servicio prestado. Los incentivos monetarios son comunes desde la perspectiva ortodoxa, sin embargo, no lo es tanto desde la perspectiva stakeholder, ya que en esta última se considera que incitan a que la gerencia actúe sólo en función de los accionistas y no de todas las partes interesadas.

Los incentivos monetarios también se plantean en términos de competencia en el mercado laboral de administradores, debido a que por medio de estos se pretende que las empresas cuenten con remuneraciones competitivas frente al sector privado y puedan atraer perfiles de alto nivel.

Divulgación de información: para todas las sociedades, sin importar su naturaleza jurídica, existe la obligación de hacer pública su información financiera y todo lo relacionado con ésta. De igual forma, para las EPSPD existe la obligación dar una rendición de cuentas ante la ciudadanía sobre su actuar y la forma en que fueron

utilizados sus recursos. La divulgación de información busca generar un ambiente de transparencia entre la empresa y sus stakeholders, por este motivo, es una característica deseable bajo las dos perspectivas de gobierno corporativo aquí tratadas.

Restricciones a la gerencia sobre el uso de los recursos: en las SEM y en las EICE existen restricciones sobre los montos que puede contratar y utilizar de forma libre la gerencia. Pasados esos toques, se exige el visto bueno y la autorización de la Junta Directiva y la Asamblea de Accionistas. Así mismo, para las entidades que cotizan en bolsa de valores, se requiere que existan mecanismos claros que eviten que la gerencia o los directores trancen con los títulos valores que emite la EPSPD por motivos de especulación.

Códigos de ética: aunque no existe obligación de contar con un código de ética por parte de las EPSPD del país, esta es una práctica común que busca presentar una imagen confiable de la entidad frente al público. De forma general, esta característica está catalogada como parte de un modelo de tipo stakeholder, pero también contribuye en una perspectiva financiera, ya que en ambos escenarios es una herramienta que contribuye a construir lazos de largo plazo con las partes interesadas.

De acuerdo con las características presentadas, es plausible reconocer que el modelo de gobierno corporativo de una SEM que es EPSPD, y que además es emisora de valores será de tipo financiero, con incidencia de la visión ilustrada de la teoría de los Stakeholders. Por su parte, el modelo de gobierno corporativo de una EPSPD constituida como EICE, con un solo propietario, que además es emisora de valores, se caracterizará por ser de orientación stakeholder.

Tabla 9 Modelos de gobierno corporativo EPSPD de acuerdo a su naturaleza jurídica

Característica	Modelo de Sociedades mixtas de economía	Modelo de gobierno de empresas industriales y comerciales del estado
Propósito de la empresa	Maximizar el bienestar de los accionistas	Maximizar el bienestar de la compañía y/o stakeholders
Estructura de propiedad	Con participación de inversionistas privados	Sin participación de inversionistas privados
Estructura de gobierno	Asamblea de accionistas, Junta Directiva, Gerencia General	Junta directiva y gerencia general
La empresa está inscrita en el Registro Nacional de Valores como Emisor	La EPSPD puede emitir títulos de patrimonio y deuda	La EPSPD puede emitir títulos de deuda
Derechos de los accionistas minoritarios e inversionistas	Se garantizan	Se garantizan
Conformación de la Junta Directiva	Cuenta con directores independientes	Cuenta con directores independientes
Grupos representados en la Junta Directiva	Pueden estar representados los Accionistas	Pueden estar representados diferentes Stakeholders

Conformación de Comités especializados en la Junta Directiva	En caso de que la EPSPD sea emisor de valores, debe contar por lo menos con un Comité de auditoría	En caso de que la EPSPD sea emisor de valores, debe contar por lo menos con un Comité de auditoría
Participación mayoritaria de directores independientes en los Comités de la Junta Directiva	Si la EPSPD es emisora de valores, el 25% de los miembros de la Junta Directiva debe ser independiente	Si la EPSPD es emisora de valores, el 25% de los miembros de la Junta Directiva debe ser independiente
Incentivos Monetarios	No se consideran pagos en acciones o incentivos similares. Se otorgan pagos basados en componentes fijo y variable por cumplimiento de metas.	No se consideran pagos en acciones o incentivos similares. Prima técnica por cumplimiento de metas.
Involucramiento de los stakeholders	Las EPSPD deben garantizar la participación de los grupos de interés	Las EPSPD deben garantizar la participación de los grupos de interés
Divulgación de información	Financiera, social y ambiental	Financiera, social y ambiental
Restricciones al nivel de control de la gerencia sobre los recursos de la entidad	Sí	Sí
Código de ética	Sí	Sí

Fuente: Elaboración propia con base en la regulación y normativa de gobierno corporativo para EPSPD en Colombia

3.2. Modelos de Gobierno Corporativo Empresas Prestadoras de Servicios Públicos de Bogotá

De acuerdo con lo expuesto en el acápite anterior, se procedió a identificar las características propias del modelo de gobierno corporativo de las EPSPD de Bogotá. Para este fin, se revisaron los códigos de buen gobierno y estatutos sociales de cada una de las empresas, ya que en ellos se encuentra definido el marco general de los mecanismos de control interno. También se tuvo la referencia del marco legal como mecanismo de control externo.

3.2.1. Modelo de Gobierno Corporativo Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P.

La EEB es una EPSPD constituida como SEM, que participa del mercado de valores de Colombia como emisor. La empresa cuenta con una participación distrital en su propiedad inferior al 90%, motivo por el cual no se considera una empresa estatal. Es la matriz del Grupo de Energía de Bogotá. Su gobierno corporativo se caracteriza por ser de orientación financiera, cumpliendo con los lineamientos establecidos en el marco normativo para los emisores de valores en Colombia. Así mismo, el principal accionista de la entidad es el Distrito Capital, que se encuentra en situación de control al poseer el 76% del capital accionario de la empresa. No se encuentran accionistas con un porcentaje de participación mayor al 10% y se presume que no existe por lo tanto algún otro agente que tenga influencia significativa en la empresa.

La estructura de su gobierno corporativo cumple con las condiciones de las entidades que cuenta con participación de privados, una Asamblea General de Accionistas, su Junta Directiva y la Gerencia General. La entidad también tiene la potestad de emitir títulos de patrimonio o deuda corporativo, para lo cual debe contar

con el visto bueno de la Asamblea de Accionistas; se respetan los derechos de los accionistas e inversionistas y se les da un trato equitativo en cuanto al acceso a la información y el ejercicio de sus derechos.

La EEB no considera como parte de su paquete de incentivos a la gerencia, el otorgar pagos en acciones o derechos de adquisición sobre éstas, sin embargo, sí se otorga una retribución con un componente variable a la alta gerencia. Los miembros de la Junta directiva sólo perciben honorarios fijos por su participación en las reuniones y los comités.

La Junta directiva es elegida por la Asamblea General de Accionistas y sólo este grupo de interés cuenta con representación en ella. En cumplimiento de la circular 028 de 2014, la entidad cuenta con el 25% de miembros independientes en la Junta Directiva y, en general, este tipo de directores son mayoría en los comités que existen.

Se cumple con la regulación vigente para las EPSPD, la cual exige el involucramiento de los stakeholders y por ello existen mecanismos de participación ciudadana y espacios de diálogo con los grupos de interés. Así mismo, se cuenta con información abierta y al público sobre su desempeño financiero, social y ambiental, de fácil acceso en su página web corporativa.

Por último, existen restricciones al uso de los recursos disponibles por parte de la gerencia, quienes deben solicitar autorización para operaciones que superen los montos establecidos, o involucren la posibilidad de realizar inversiones para adquirir una posición de control en alguna entidad o la emisión de deuda corporativa como mecanismo de financiación.

En la **Tabla 10** se resumen las características de su modelo de gobierno.

Tabla 10 Modelo de gobierno corporativo Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P

Aspecto de gobierno	Descripción
Grupo empresarial	La EEB actúa como la sociedad matriz del Grupo de Energía de Bogotá
Objeto social	La generación, transmisión, distribución, y comercialización de energía incluido dentro de ella el gas y líquidos combustibles en todas sus formas.
Naturaleza	Sociedad por acciones, constituida como empresa de servicios públicos mixta
Propósito de la entidad	Generar valor económico y financiero a sus accionistas y a Bogotá D.C.
Objetivos estratégicos	<ul style="list-style-type: none"> i) Perspectiva financiera ii) Perspectiva cliente iii) Perspectiva procesos iv) Perspectiva aprendizaje y crecimiento
Asamblea General de accionistas	Es el máximo órgano de gobierno de la sociedad, conformada por todas las personas que son titulares de acciones suscritas y

	constituye el principal mecanismo presencial para el suministro de información a los socios. La Asamblea General de Accionistas fija las directrices de la gestión social, orienta y evalúa la gestión de sus administradores.
Accionistas	Derechos: participación, convocar asambleas, trato equitativo, de inspección, utilidades, de negociación, de retiro, de atención.
Estructura de propiedad	Bogotá D.C. (76.28%) AFPs (16.96%) Corficolombiana (3.56%) Inversionistas retail (2.89%) Ecopetrol (0.31%)
Junta Directiva	<p>Función: dictar, controlar y evaluar las políticas empresariales de la empresa.</p> <p>Composición: nueve miembros principales con sus respectivos suplentes. 25% de los miembros debe ser independiente.</p> <p>Elección: los miembros de la Junta Directiva son elegidos por la Asamblea General de Accionistas.</p> <p>Requisitos: experiencia y formación.</p> <p>Periodo: dos años, con posibilidad de reelección o remoción.</p> <p>Reuniones: la Junta Directiva se debe reunir por lo menos una vez al mes.</p> <p>Responsabilidad: sus actuaciones se cumplen en interés de la EEB, teniendo en cuenta los intereses de sus accionistas.</p> <p>Remuneración: es fijada por la Asamblea General de Accionistas. Corresponde a honorarios fijos.</p> <p>Comités: Comité de auditoría (todos los miembros son independientes) y Comité de Gobierno Corporativo (al menos un miembro independiente). Los dos Comités se componen de tres miembros de la Junta Directiva.</p>
Presidente	<p>Función: es el encargado de administrar la sociedad; ejecutar las directrices de la Junta Directiva; representar a la empresa judicial y extrajudicialmente; cumplir todas las operaciones, actos, contratos y negocios jurídicos, económicos y sociales en que se vea comprometida la empresa.</p> <p>Elección: su designación se hace por medio de la Junta Directiva.</p> <p>Periodo: cuatro años, con posibilidad de reelección o remoción.</p> <p>Requisitos: experiencia y formación.</p> <p>Responsabilidad: sus actuaciones se cumplen en interés de la sociedad, teniendo en cuenta los intereses y limitaciones de sus accionistas, empleados, clientes, proveedores y comunidad en general.</p>

	Remuneración: componente fijo y variable, para incentivar el cumplimiento de metas y compromisos. Restricciones: prohibición para enajenar o adquirir acciones mientras esté en ejercicio de su cargo
Código de ética	Sí
Relación con empleados	Beneficios a empleados: Convención colectiva Trabajo
Controles externos	Revisor Fiscal Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios Contraloría General de Bogotá Auditoría Externa: ley 142 de 1994 Auditorías especializadas a pedido de los accionistas
Controles internos	Control Interno modelo COSO

Fuente: elaboración propia, con base en el código de buen gobierno y los estatutos sociales de la EEB S.A. E.S.P.

3.2.2. Modelo de gobierno corporativo Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P.

La ETB es una EPSPD constituida como SEM, que participa del mercado de valores de Colombia como emisor. La empresa cuenta con una participación distrital en su propiedad inferior al 90%, motivo por el cual no se considera una empresa estatal. De igual forma, además del Distrito Capital, la ETB posee un conjunto de accionistas públicos y privados. El total de la participación de los accionistas privados es del 11.6%. no se considera la existencia de inversionistas con influencia significativa. El control de la empresa está en poder del Distrito Capital, quien posee el 86,56%. La empresa constituye una fuente de recursos para otras entidades oficiales, como el caso de la Universidad Distrital quién también participa como accionista de la entidad. Su gobierno corporativo se caracteriza por ser de orientación financiera, cumpliendo con los lineamientos establecidos en el marco normativo para los emisores de valores en Colombia.

La estructura de gobierno cumple con la figura de jerárquica de Asamblea de Accionistas, Junta Directiva y Gerencia General. Los socios tienen la potestad de seleccionar a los miembros de la Junta Directiva, la cual debe contar con mínimo un 25% de directores independientes. Los comités de la Junta directiva también se conforman con mayoría de directores independientes.

La ETB remunera a los miembros de su Junta Directiva por medio de un pago fijo de honorarios por participación en las reuniones programadas de la Junta o sus comités. No considera pagos en acciones o derechos para adquirirlas a futuro. Sí se establece un componente variable para la remuneración de la alta gerencia, que depende del cumplimiento de metas y objetivos fijados por la entidad.

La entidad como EPSPD cuenta con espacios de diálogo y participación para sus stakeholders y divulga información sobre su situación y desempeño financiera, social

y ambiental, la cual es de fácil acceso al público por medio de su página web corporativa.

La ETB cuenta con restricciones a las capacidades de la alta gerencia para contratar con los recursos de la entidad, así como para realizar inversiones con el objetivo de tomar una posición de control en otra entidad, y también para la emisión de bonos de deuda corporativa. Todas estas operaciones deben ser autorizadas por la Asamblea General de Accionistas.

En la **Tabla 11** se resumen las características de su modelo de gobierno.

Tabla 11 Modelo de gobierno corporativo Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P

Aspecto de gobierno	Descripción
Propósito de la entidad	Generar valor económico y financiero a sus accionistas y a Bogotá.
Objeto social	Producción, comercialización y prestación de una amplia y completa gama de productos y servicios en el universo de las telecomunicaciones a nivel nacional e internacional.
Naturaleza	Sociedad comercial por acciones, constituida como empresa de servicios públicos mixta.
Objetivos estratégicos	<ul style="list-style-type: none"> i) Perspectiva financiera ii) Perspectiva cliente iii) Perspectiva procesos iv) Perspectiva aprendizaje y crecimiento
Asamblea General de Accionistas	Es el órgano superior de dirección de la ETB. Está integrada por personas naturales y jurídicas que sean titulares de cualquier tipo de acciones suscritas.
Accionistas	Derechos: trato equitativo, convocatoria a la Asamblea de Accionistas, a ser atendido en informado, y a exigir el cumplimiento del código de buen gobierno.
Estructura de propiedad	Bogotá D.C. (86.58%) Accionistas públicos (1.81%) Accionistas privados (11.60%)
Junta Directiva	Función: dictar, controlar y evaluar las políticas empresariales de la empresa. Composición: siete miembros principales con sus respectivos suplentes, de los cuales dos, por lo menos, serán independientes. Elección: los miembros de la Junta Directiva son elegidos por la Asamblea General de Accionistas. Requisitos: experiencia y formación. Periodo: los miembros de la Junta Directiva prestarán su servicio durante un periodo de cuatro años, pudiendo ser reelegidos e removidos por la Asamblea de socios.

	<p>Responsabilidad: Enriquecer el proceso para definir el direccionamiento estratégico de la empresa; asegurar el fortalecimiento y sucesión del equipo de alta gerencia; servir de ejemplo; asegurar el desempeño de la organización dentro de los más altos estándares de ética; servir de grupo asesor a la presidencia; monitorear el sistema de control; dar apoyo creativo y de supervisión para asegurar la implementación de los cambios requeridos para el logro de los resultados; implementar el código de buen gobierno.</p> <p>Reuniones: la junta directiva debe reunirse por lo menos una vez al mes.</p> <p>Remuneración: es fijada por la Asamblea General de Accionistas. Honorarios fijos.</p> <p>Comités: Pueden constituirse de forma permanente o temporal. En la actualidad cuenta con un comité de auditoría, conformado por tres miembros independientes la Junta directiva; un comité de presidencia; y un comité directivo del sistema integrado de gestión.</p>
Presidente	<p>Función: el Presidente tiene a su cargo la administración de los negocios sociales con sujeción a la Ley, a los estatutos, a las decisiones adoptadas por la Asamblea de Accionistas y por la Junta Directiva; y actuar como representante legal de la empresa.</p> <p>Elección: el Presidente es elegido por la Junta Directiva.</p> <p>Periodo: cuatro años, con posibilidad de reelección o remoción.</p> <p>Requisitos: experiencia y formación.</p> <p>Remuneración: es establecida por la Junta Directiva, que deberá tener en cuenta la realidad del mercado para cargos similares.</p> <p>Restricciones: para los administradores aplica el mismo tratamiento que para los demás accionistas e inversionistas de la empresa.</p>
Código de ética	Sí
Relación con los empleados	Beneficios a empleados: Convención Colectiva de Trabajo.
Controles externos	Revisor Fiscal Superintendencia Financiera Contraloría Distrital Superintendencia de Industria y Comercio Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones Auditorías Especializadas
Controles Internos	Control interno modelo COSO

Fuente: elaboración propia, con base en el código de buen gobierno y los estatutos sociales de la ETB S.A. E.S.P.

3.2.3. Modelo de gobierno corporativo Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá E.S.P.

La EAAB es una EPSPD constituida como EICE, que participa del mercado de valores de Colombia como emisor de títulos de deuda. La empresa es 100% del Distrito Capital por lo que este es el único beneficiario de su operación. La entidad es controlada por una Junta Directiva, que cuenta con participación de representantes de diferentes partes interesadas, resaltando la representación del sector laboral.

La EAAB participa del mercado de valores de Colombia, por medio de la emisión de títulos de deuda corporativa, que deben ser autorizados por la Junta Directiva. Como emisor, debe garantizar la participación de un 25% de miembros independientes en la Junta Directiva y además que estos sean mayoría en el Comité de auditoría.

No existe incentivos monetarios basados en acciones o derechos sobre éstas. La Junta Directiva percibe honorarios fijos por su participación en las reuniones programadas. La gerencia general recibe un incentivo en forma de prima técnica por la prestación de sus servicios.

Existen restricciones a los montos que pueden ser contratados por la gerencia general y se exige que para operaciones de crédito público se cuente con la aprobación de Junta Directiva.

La entidad cuenta con mecanismos de participación para sus stakeholders, y garantiza el acceso a la información sobre su situación y desempeño financiero, ambiental y social, por medio de su página web corporativa.

En la **Tabla 12** se resumen las características de su modelo de gobierno.

Tabla 12 Modelo de gobierno corporativo Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá E.S.P.

Aspecto de Gobierno	Descripción
Propósito de la entidad	Empresa pública, comprometida con sus usuarios y la sociedad, dedicada a la gestión integral del agua con responsabilidad social empresarial.
Objeto social	Integra todos los procesos y/o actividades que se requieren para prestar adecuadamente los servicios públicos domiciliarios de acueducto y alcantarillado, en el área de jurisdicción del Distrito Capital de Bogotá, o en cualquier lugar del ámbito nacional o internacional.
Naturaleza	Empresa Industrial y Comercial del Distrito, prestadora de servicios públicos domiciliarios.
Objetivos estratégicos	i) Ser reconocidos como una empresa amable y justa, generadora de calidad de vida; ii) Ser líderes en responsabilidad y gestión ambiental;

	<p>iii) Crecer en el mercado y aumentar la rentabilidad de la empresa con responsabilidad social;</p> <p>iv) Fortalecer el modelo de gestión basado en procesos sencillo, útiles, ágiles e innovadores;</p> <p>v) Desarrollar y mantener un equipo humano comprometido y competente.</p>
Estructura de propiedad	Bogotá D.C. (100%)
Junta Directiva	<p>Función: dictar, controlar y evaluar las políticas empresariales de la empresa.</p> <p>Composición y elección: nueve miembros, cuatro elegidos libremente por el Alcalde Mayor de Bogotá, 3 Vocales de control registrados ante la Alcaldía por los Comités de Desarrollo y Control Social de los Servicios Públicos Domiciliarios y un representante del sector laboral del Distrito.</p> <p>Requisitos: El Alcalde tiene la potestad de evaluar las condiciones de sus candidatos y escoge libremente a quienes considera desempeñarán con eficiencia y eficacia las tareas encomendadas.</p> <p>Periodo: No definido</p> <p>Remuneración: Honorarios fijos.</p> <p>Comités: Comité de auditoría, que debe conformarse con tres miembros de la Junta Directiva, incluyendo todos los miembros independientes (Acuerdo 03 de 2007).</p>
Gerente General	<p>Función: encargarse de la administración y representación legal de la empresa.</p> <p>Elección: el gerente es elegido por el Alcalde Mayor.</p> <p>Periodo: No definido</p> <p>Requisitos: formación y experiencia profesional.</p> <p>Remuneración: Fijo y prima técnica.</p> <p>Restricciones: no podrán adquirir bonos de la entidad.</p>
Inversionistas	Derecho al trato equitativo
Código de ética	Sí
Relación con los empleados	<p>Convención colectiva de Trabajo</p> <p>Representación en la Junta Directiva</p>
Controles externos	<p>Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios</p> <p>Contraloría General de Bogotá</p> <p>Auditoría Externa: ley 142 de 1994</p> <p>Auditorías especializadas a pedido de los inversionistas</p>
Control Interno	Control interno modelo MECI

Fuente: elaboración propia, con base en el código de buen gobierno y los estatutos sociales de la EAAB E.S.P.

Como se puede observar en la descripción de los modelos de gobierno corporativo de las EPSPD de Bogotá, la EEB y la ETB, como entidades constituidas bajo la figura de SEM, cuentan con características propias de los modelos de gobierno

corporativo de orientación financiera. Mientras que la EAAB cuenta con factores claves que hacen que su modelo de gobierno sea de orientación stakeholder, siendo determinante la composición de la Junta Directiva y el no tener accionistas privados que busquen un rendimiento sobre su inversión. Esta caracterización responde a las condiciones de la regulación y normativa que aplican a estas empresas, por su condición de prestadoras de servicios públicos domiciliarios y emisoras de valores.

4. Implicaciones de la orientación del modelo corporativo de las EPSPD de Bogotá

Las implicaciones de la orientación del modelo de gobierno corporativo de una empresa están claramente asociadas con el objetivo corporativo. Cuando estamos ante sociedad por acciones que cuenta con la participación de actores privados que buscan un rendimiento sobre su inversión, la EPSPD debe buscar la forma de garantizar que esto será así. Más aún cuando esta entidad participa en el mercado de valores como emisor.

En las EPSPD constituidas como SEM y emisoras de valores, el gobierno corporativo juega el papel de ser el garante de que la empresa hará lo que esté a su alcance para brindar un rendimiento a la inversión de sus accionistas. El marco normativo expuesto por la Circular 028 de 2007 y posteriormente 2014, claramente da preponderancia al objetivo financiero en una organización, al punto que no existe un aparte que considere el trato con otros stakeholders diferentes a los propietarios.

En esto hay que considerar también que, en el caso de las EPSPD de Bogotá, el Distrito es el principal accionista y, por ende, también el principal beneficiario de la actividad de las empresas. Sin embargo, el modelo de gobierno corporativo que se precisa para este tipo de entidades busca mitigar los riesgos a los que se exponen los accionistas minoritarios frente a la posición de control de la entidad estatal. En este caso se evidencia que la estructura de gobierno propuesta defiende principalmente los intereses de los privados que han puesto sus recursos en la empresa.

Por otro lado, también resulta evidente que tanto la EEB, como la ETB, cuentan con programas de responsabilidad social muy difundidos. Sin embargo, dada la forma en la cual se estructura su modelo de gobierno, estos programas se articulan a su estrategia de negocio y pueden calificarse como lo plantea Jensen (2010), dentro de una visión de la teoría de los Stakeholders ilustrada, que busca como finalidad el objetivo financiero de aumentar el valor de la empresa en el tiempo.

De esta forma, cabe esperar que el beneficio que percibe el Distrito por su participación en las empresas de economía mixta, prestadoras de servicios públicos domiciliarios, viene por dos fuentes: la primera que sería el beneficio financiero por el derecho sobre los dividendos de las empresas, y el otro por medio de la vinculación de estas empresas al Sector Hábitat, como entidades con vinculación especial, que deben ejecutar las políticas formuladas por la Secretaría de Hacienda Distrital y contribuir al logro de los objetivos fijados en normas de ordenamiento

territorial, planes de desarrollo y demás instrumentos que orientan el ordenamiento territorial, tal como lo expone el artículo 1 del Decreto 121 de 2008 de la Alcaldía Mayor de Bogotá.

Por su parte, la EAAB como entidad 100% propiedad del Distrito y constituida como EICE, cuenta con características de un modelo de gobierno corporativo en el cual no existe la presión de rendimientos financieros para accionistas privados. Su actuar se desenvuelve como el de una entidad que debe responder principalmente por su propio interés, las demandas del Distrito Capital y la ciudadanía, teniendo presente que cuenta con autonomía financiera y administrativa. De forma particular, su rol como emisor de valores, también lo induce a la disciplina del mercado, ya que debe garantizar su estabilidad financiera, pero su objetivo corporativo no puede definirse dentro de la esfera de un modelo de gobierno corporativo de orientación financiera, ya que no es, ni puede ser el de maximizar el bienestar de los accionistas.

El modelo de gobierno corporativo de la EAAB también se caracteriza por permitir que estén representados en la Junta Directiva, actores que pertenecen a diferentes partes interesadas, principalmente los empleados. Esto busca garantizar que exista participación de los stakeholders más relevantes en las decisiones estratégicas que se toman al interior de la Junta y que afectan el andar de la empresa.

La EAAB también hace parte del Sector Hábitat de Bogotá, como entidad vinculada, y en sus estatutos está claramente definida su obligación de contribuir al logro de los objetivos planteados en el plan de desarrollo que haya sido votado por la ciudadanía.

Las tres empresas presentan en sus informes de gestión estrategias corporativas que están encaminadas a satisfacer los intereses de todos sus stakeholders.

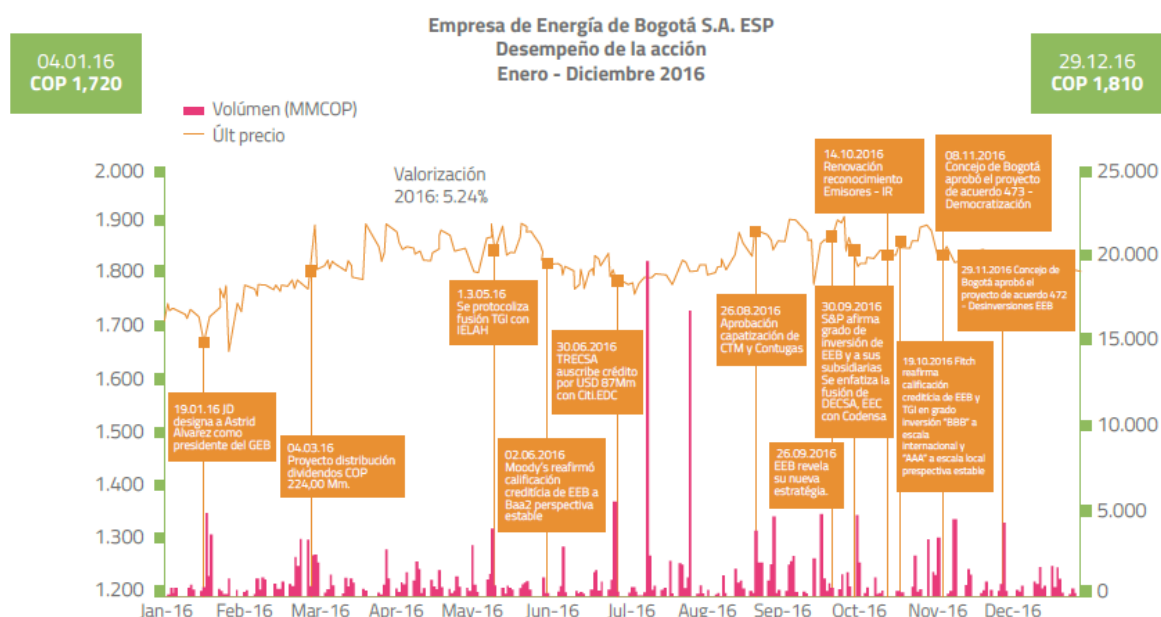
Entonces, una vez identificada la orientación de los modelos de gobierno corporativo de las empresas prestadoras de servicios públicos domiciliarios de Bogotá, y haber dado cuenta de cuáles son las características que definen esa orientación, las implicaciones de ello para el Distrito Capital se evaluarán con respecto al propósito de la empresa. Es decir, se analizará la forma en la cual las empresas de orientación financiera maximizan el bienestar de los accionistas y también, para la empresa de orientación stakeholder, la forma en que esta maximiza el bienestar propio y el de sus stakeholders.

4.1. Implicaciones gobierno corporativo orientación financiera

Dentro de las implicaciones de un modelo de gobierno corporativo de orientación financiera para el Distrito como agente controlador de la EEB y la ETB, los mecanismos de gobierno que se han instaurado buscan en gran medida evitar que estas empresas sean dirigidas de acuerdo con intereses políticos más que comerciales. Esto tiene una influencia significativa en aspectos como la disciplina financiera, el manejo de la deuda corporativo y las decisiones de inversión en proyectos con rentabilidad positiva, que benefician a todos los accionistas.

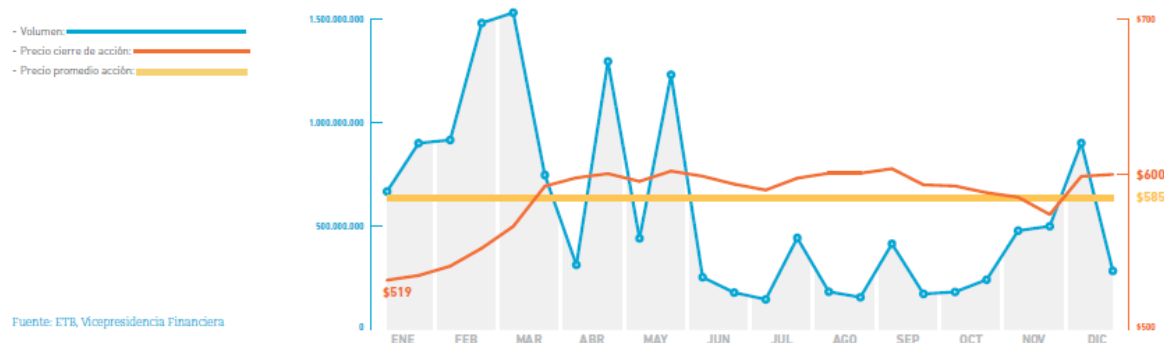
En términos generales se puede observar que todas las empresas presentan en sus informes de gestión, información relacionada con su desempeño financiero, ambiental y social. En el caso de la EEB se observa que la variación en la valoración de la acción durante 2016 fue un incremento de su precio del 5.24%, que es atribuido al buen desempeño económico de la entidad y a su transparencia frente a los inversionistas. Por su parte la acción de la ETB presentó un incremento del 16%. (Ver ilustraciones 2 y 3).

Ilustración 2 Desempeño de la acción de la EEB - 2016



Fuente: Informe de Gestión Sostenible EEB (2016) (p. 58)

Ilustración 3 Desempeño de la acción de la ETB 2016



Fuente: Reporte Integrado ETB (2016) (p. 46)

De igual forma se observa que la rentabilidad del capital para la EEB ha mantenido un nivel de crecimiento constante evidenciando su compromiso con la generación

de valor para los accionistas. Sucede de forma similar con este indicador para la ETB.

Tabla 13 ROE EPSPD SEM

Empresa	ROE 2014	ROE 2013	ROE 2015
EEB	12.87%	9.41%	8.32%
ETB	10.80%	5.66%	9.63%

Fuente: elaboración propia, con base en informes de gestión de la EEB y la ETB

En cuanto a la disciplina financiera y el manejo de la deuda corporativa, las calificaciones de las agencias respaldan a las dos empresas. Para el año 2006 Fitch Ratings reafirmó la calificación crediticia de la EEB (BBB), con perspectiva de deuda estable, lo que la ratifica en grado de inversión. De igual forma sucede con la calificación otorgado por la agencia Standard and Poor's, que reafirmó su calificación crediticia (BBB-), también en grado de inversión. Por último, la calificadora Moody's le mantuvo el grado de inversión Baa2. Las calificaciones de las agencias responden al buen manejo de la deuda corporativa, a la posición de liquidez de la empresa, y un flujo de dividendos normalizados.

Con respecto a la ETB, en el último año las agencias calificadoras disminuyeron la calificación de la empresa, debido al debilitamiento financiero que viene presentando desde el año 2014 y el impacto subsecuente en su liquidez. A pesar de ello, se mantiene con calificaciones positivas: Fitch Ratings (AA+(col), con perspectiva negativa; Moody's Investors Service Ba3, con perspectiva negativa.

Una de las implicaciones que se deriva de la relación del Distrito Capital como accionista de las empresas en mención, es el hecho de que su evaluación de los intereses que tiene sobre su participación, también recaiga en una evaluación de rentabilidad financiera, dejando de lado la contribución o la generación de riqueza total neta para todos los grupos de interés. En este sentido, el distrito mantiene su inversión en la empresa siempre y cuando esta le genere rentabilidad en un sentido financiero.

En cuanto a las políticas de Responsabilidad social empresarial, éstas también representan en cierta medida el compromiso social del Distrito por medio de las empresas, las cuales cuentan con programas y espacios de participación, que buscan generar impactos sociales positivos basados en las líneas de negocio de las empresas. La EEB ha recibido diferentes como distinción y reconocimiento en este sentido, el premio Andesco 2012, y su inclusión en el Dow Jones Sustainability Index para países emergentes.

Por último, vale la pena destacar que la EEB cuenta con altos índices de desempeño ambiental y en percepción de transparencia empresarial, no siendo igual caso para la ETB que cuenta con índices más bajos en ambos aspectos. La medición del desempeño ambiental corresponde a mediciones de la empresa, con respecto al cumplimiento de las metas planteadas para el periodo, mientras que la medición de transparencia, corresponde a la percepción del riesgo de corrupción.

Tabla 14 Mediciones de desempeño ambiental y transparencia

Empres a	Ambient al 2014	Ambient al 2013	Ambient al 2012	Transparenci a empresarial 2014	Transparenci a empresarial 2013	Transparenci a empresarial 2012
EEB	98,20%	98,09%	99,21%	95,00%	94,00%	86,00%
ETB	81,00%	77%	70,00%	83,00%	71,00%	57,00%

Fuente: elaboración propia, con base en los informes de gestión de la EEB y la ETB

4.2. Implicaciones gobierno corporativo orientación stakeholder

La relación del Distrito con la EAAB cuyo modelo de gobierno corporativo presenta una orientación de tipo stakeholder, también presenta una serie de aspectos a tener en cuenta. En primer lugar, la empresa al igual que las SEM, cuenta con independencia financiera y administrativa. Si bien la relación de control en este caso es completa, se debe tener presente que la Junta Directiva cuenta con participación de tres vocales de control y un representante del sector laboral. Aunque la incidencia política es directa, la conformación de la Junta busca garantizar que prime el interés general por encima del interés particular del gobierno de turno.

La EAAB, como emisor de bonos de deuda pública, también debe contar con ciertas restricciones sobre el uso de sus recursos, ya que su relación con inversionistas externos también hace las veces de un mecanismo de control sobre la gestión de la gerencia.

La gestión de la creación de riqueza neta de la empresa de acueducto, responde a su gestión de los recursos hídricos de la región, la ampliación de su cobertura e impacto en la generación de oportunidades de desarrollo. A pesar de esto, debe contar con una gestión que le proporcione una seguridad financiera que le permita continuar operando en el tiempo.

La empresa divulga información sobre su desempeño en el ámbito financiero, social y ambiental. La rentabilidad sobre el patrimonio es menor que la presentada por las SEM EPSPD del Distrito, y en cuanto a su desempeño ambiental un alto cumplimiento de las metas planteadas. Presenta un nivel bajo de percepción respecto del nivel de percepción de ética y transparencia de la empresa.

Empresa	ROE 2014	ROE 2013	ROE 2012	Desempeño ambiental 2014	Ética y Transparencia 2014
EAAB	3,12%	1,98%	3,5%	98,00%	60,00%

Fuente: elaboración propia, con base en los informes de gestión y sostenibilidad de la EAAB

Se destaca también que la EAAB cuenta con una política de responsabilidad social corporativo que fue motivo de reconocimiento con el Premio Andesco en el 2008. De igual forma, así como debe participar y alinear su plan estratégico con el plan de desarrollo de la Alcaldía, también percibe recursos provenientes del presupuesto público. En cuenta a la calificación crediticia, la firma Fitch Rating otorga una

calificación AAA(col) con perspectiva estable, la cual se ha mantenido desde el año 2009 hasta 2016.

Para terminar, el modelo de gobierno corporativo y de la EPSPD busca garantizar los derechos de los grupos de interés y la empresa, disminuyendo la incidencia de factores políticos ligados al gobierno que se encuentre en poder la Alcaldía Distrital.

5. Conclusiones

Como conclusiones de este trabajo tenemos que el modelo de gobierno corporativo de una EPSPD en Colombia, depende de su naturaleza jurídica, la estructura de propiedad y su participación en el mercado de valores como emisor. Las empresas que están constituidas como SEM, tiene una estructura de propiedad con participación de actores privados y son emisores de valores, presentan un modelo corporativo de orientación financiera. Por su parte, las empresas constituidas como EICE, con un solo propietario estatal y emisoras o no de valores en el mercado, presentan un modelo de gobierno corporativo de orientación stakeholder.

El gobierno corporativo de las EPSPD de Bogotá, constituidas como SEM y emisoras de valores, se caracteriza porque el propósito de la empresa es maximizar el bienestar de los accionistas; en su estructura de propiedad cuenta con participación de actores privados que buscan un rendimiento sobre su inversión; la estructura de su gobierno es la tradicional relación jerárquica entre Asamblea de Accionistas, Junta Directiva y Gerencia General, que busca garantizar los intereses de los propietarios; se cuenta con mecanismos de participación y garantía de los derechos de los accionistas minoritarios; la Junta directiva cuenta con por lo menos un 25% de miembros independientes; sólo los accionistas tienen representación en la Junta Directiva; existen comités especializados al interior de la Junta, en los cuales se favorece la participación mayoritaria de los directores independientes; no se reconocen incentivos en forma de paquetes de acciones o derechos de adquisición sobre éstas, pero sí se remunera a la alta gerencia con un sistema basado en un componente fijo y otro variable, este último para incentivar su desempeño hacia el logro de las metas corporativas; por disposición legal debe contar con mecanismos de participación para sus stakeholders; divulga información de su desempeño económico, social y ambiental; existen restricciones sobre el uso de los recursos por parte de la gerencia y se cuenta con códigos de ética, aunque no sea una exigencia de la Ley.

Las características anteriores responden a los modelos de gobierno corporativo propuestos en el documento CONPES 3384 y el de las mejores prácticas de gobierno corporativo de la Superintendencia Financiera de Colombia. Aunque se integran requisitos de Ley que exigen el trato con diversos stakeholders, el modelo responde en función de garantizar a los accionistas un ambiente adecuado para ejercer sus derechos y obtener un rendimiento sobre su inversión.

Por su parte, el gobierno corporativo de las EPSPD, constituidas como EICE y emisoras de valores, se caracteriza porque el propósito de la empresa es maximizar el bienestar de la compañía y el de sus stakeholders; no cuenta con participación

de privados en la propiedad, por lo que no tiene que garantizar un rendimiento de la inversión a estos; la estructura de gobierno se compone de una Junta Directiva y la Gerencia General, no hay responsabilidad de la gerencia con accionistas privados, pero sí un compromiso con la administración distrital; como emisor de valor debe garantizar los derechos de los inversionistas; la Junta directiva cuenta con participación de directores independientes (25%) y miembros que representan a stakeholders como los trabajadores y la ciudadanía; existen comités dentro de la Junta Directiva, por exigencia de la circular 028 de 2007, los cuales deben contar con participación mayoritaria de directores independientes; no se consideran incentivos como pagos en acciones, pero la gerencia cuenta con una prima técnica por su trabajo; hay gran participación de los stakeholders; se divulga información sobre el desempeño financiero, social y ambiental, que buscan generar confianza entre las partes; hay restricciones para los montos a contratar por parte de la gerencia y se cuenta con la adopción voluntaria de un código de ética.

Como se evidencia el modelo de gobierno responde a las finalidades u objetivos de la empresa, que a su vez dependen en gran medida de estructura de propiedad. De acuerdo a lo anterior, se concluye que la EEB y la ETB tienen un modelo de gobierno de orientación financiera y que la EAAB uno de orientación stakeholder.

Las principales implicaciones de la orientación del modelo de gobierno corporativo de estas empresas frente a su relación con el Distrito son:

1. Cuando la orientación es de tipo financiera, el modelo de gobierno busca garantizar principalmente los derechos de los accionistas minoritarios, de las posibles presiones que existan por parte del Distrito para politizar las decisiones estratégicas de la empresa. Las decisiones estratégicas de las empresas deben responder a la necesidad de crear valor para los accionistas. Además, el Distrito como accionistas, también puede responder a incentivos solo monetarios y actuar como un inversionista que busca rendimientos de su inversión. Esto podría influir en decisiones de compra y venta de su participación.
2. Cuando la orientación es de tipo stakeholder, el modelo busca garantizar el interés general por encima de los intereses particulares de los gobiernos de turno. En este caso las decisiones de la gerencia deben estar encaminadas a la generación de valor para todas las partes interesadas. Además, en este caso particular, también se garantiza los derechos de los inversionistas y esto ayuda al control de la gestión de los recursos por parte de la administración. En este caso se corre el riesgo de que la empresa continúe siendo un vehículo de gasto público que por lo tanto debe ser enfocado a responder a las necesidades de la comunidad y no sólo los intereses de quién esté en el poder.

Referencias bibliográficas

Adams, R., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2008). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey (No. w14486). National Bureau of Economic Research.

Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation (No. w9068). National bureau of economic research.

Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem (No. w9813). National Bureau of Economic Research.

Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1991). The modern corporation and private property. Transaction publishers.

Bernal, A., Oneto, A., Penfold, M., Schneider, L., & Wilcox, J. (2012). N° 6. Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las empresas de propiedad estatal.

Biondi, Y. (2012). Governance and Disclosure of the Firm as an Enterprise Entity, The. Seattle UL Rev., 36, 391.

Buenaventura, E. D. A. (2011). Sentidos internos frente a sentidos externos en la responsabilidad social empresarial: desafíos para las ciencias sociales. Tendencias & Retos, (16), 93-110.

CAF (2012b), *Lineamientos para el Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Estado*, Corporación Andina de Fomento, 2012, available at <http://gc.caf.com/upload/pubs/Lineamientos%20Gobierno%20Corp.pdf>.

Calabrò, A. (2011). *Governance structures and mechanisms in public service organizations: theories, evidence and future directions*. Springer Science & Business Media.

Calabrò, A., Torchia, M., & Ranalli, F. (2013). Ownership and control in local public utilities: the Italian case. *Journal of Management & Governance*, 17(4), 835-862.

Circular 028, (2007) Superintendencia Financiera de Colombia

Clarke, T. (2013). *Deconstructing the mythology of shareholder value: A comment on Lynn Stout's "The Shareholder Value Myth"*. *Accounting, Economics and Law*, 3(1), 15-42.

Conpes 3384 (2005). *Prácticas de Gobierno Corporativo en Empresas Prestadoras de Servicios Públicos Domiciliarios – Lineamientos de Política*.

Crowther, D., & Aras, G. (2010). *Handbook of Corporate Governance and Social Responsibility*. Farnham, Surrey, GBR: Ashgate Publishing Group.

Cuéllar Boada, F. H. (2010). *El gobierno corporativo en empresas de agua y saneamiento*. Inter-American Development Bank.

De Colombia, C. P. (1991). *Constitución política de Colombia*. Bogotá, Colombia: Leyer.

Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá E.S.P. (2012-2014) *Empresa de Acueducto y Alcantarillado Informe de Gestión Anual*.

Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá E.S.P. *Código de Buen Gobierno*.

Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P. (2012-2014). *Empresa de Energía de Bogotá Informe de Gestión Anual*.

Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P. *Código de Buen Gobierno*.

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P (2012-2014). *Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá Informe de Gestión Anual*.

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá. S.A. E.S.P. *Código de Buen Gobierno*.

Ertuna, Ö., & Ertuna, B. (2010). *How Globalization is Affecting Corporate Social Responsibility: Dynamics of the Interaction Between Corporate Social Responsibility and Globalization*. En D. Crowther, & A. Güler, *Handbook of Corporate and Social Responsibility* (págs. 323-340). Farnham, Surrey, GBR: Ashgate Publishing Ltd.

Fernández, J. M. R. (2006). *Valor accionario y orientación stakeholder: bases para un nuevo gobierno corporativo*. *Papeles de economía española*, 108, 10.

Gnan, L., Hinna, A., Monteduro, F., & Scarozza, D. (2013). *Corporate governance and management practices: stakeholder involvement, quality and sustainability tools adoption*. *Journal of Management & Governance*, 17(4), 907-937.

Greenley, G. E., & Foxall, G. R. (1997). *Multiple stakeholder orientation in UK companies and the implications for company performance*. *Journal of Management Studies*, 34(2), 259-284.

Gutierrez, L.; Pombo, C. (2005). *Corporate Valuation and Governance Evidence from Colombia*. Universidad del Rosario, Facultad de Economía, Borradores de Investigación. 71.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). *Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature* (No. w8161). National Bureau of Economic Research.

Huson, M. R., Parrino, R., & Starks, L. T. (2001). *Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective*. *The Journal of Finance*, 56(6), 2265-2297.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C. (1986). *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. *Corporate Finance, and Takeovers*. *American Economic Review*, 76(2).

Jensen, M. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004). *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*.

Jensen, M. C. (2010). *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. *Journal of applied corporate finance*, 22(1), 32-42.

Langebaek, A., & Ortíz, J. E. (2007). *Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa* (No. 003960). BANCO DE LA REPÚBLICA.

Leal, R. P., & Carvalhal da Silva, A. (2005). *Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)*. Available at SSRN 726261.

Lefort, F. (2003). *Gobierno Corporativo:¿ qué es? y¿ cómo andamos por casa?*. *Cuadernos de economía*, 40(120), 207-237.

Lehuede, H. J. (2013). *Colombian SOEs: A Review Against the OECD Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises*. Available at SSRN 2393947.

Letza, S., Sun, X., & Kirkbride, J. (2004). *Shareholding versus stakeholding: A critical review of corporate governance*. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 242-262.

Ley 1341 de 2009. *Diario Oficial* 47.426. Bogotá, Colombia, 30 de julio de 2009.

Ley 142 de 1994. Diario Oficial 41.433. Bogotá, Colombia, 11 de julio de 1994.

Ley 222 de 1995. Diario Oficial No. 42.156. Bogotá, Colombia, 20 de diciembre de 1995.

Ley 964 de 2005. Secretaria del Senado. Disponible http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0964_2005.html

Ley 489 de 1998. Diario Oficial No. 43.464. Bogotá, Colombia, 30 de diciembre de 1998

Martinez, M., Jamison, M., & Tillmar, M. (2013). Public utilities corporate governance. *Journal of Management and Governance*, 1-7.

Murphy, K. J. (2013). *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There* (Vol. 2, pp. 211-356). Elsevier.

Penfold, M., Oneto, A., & Rodríguez Guzmán, G. (2015). N° 20. La transparencia del gobierno corporativo en las Empresas de Propiedad del Estado en América Latina.

Ruiz De Aguirre, L. S. J., & Retolaza, J. L. (2012). Participation of stakeholders in corporate governance: foundation ontological and methodological proposal. *Universitas Psychologica*, 11(2), 619-628.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Superintendencia Financiera de Colombia (2010). Documento conceptual de gobierno corporativo.

Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance: Princeton and Oxford: Princeton Univertisy Press*.

Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, 20, 431-460.

“World Bank Group. 2014. *Corporate Governance of State-Owned Enterprises : A Toolkit*. Washington, DC. © World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/20390> License: CC BY 3.0 IGO.”

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.

Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *The journal of Finance*, 55(4), 1623-1653.